Münster i/W. 1934. No/3 Jur. Diss.

Internationaler Vergleich der Finanzierungspolitik der Großindustrie.

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster i. W.

vorgelegt von

Ilse Sielmann
aus Königsberg i. Pr.

Gedruckt in der Dissertations-Druckerei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten

1934

Internationaler Vergleich der Finanzierungspolitik der Großindustrie.

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster i. W.

vorgelegt von

Ilse Sielmann

aus Königsberg i. Pr.

Gedruckt in der Dissertations-Druckerei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten

1934

Referent: Herr Privatdozent Dr. H. Linhardt
Korreferent: Herr Prof. Dr. H. Weber.

Meinen Eltern.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546002_0014

Inhaltsverzeichnis.

Seite:

Abschnitt A: Uebersicht über die Finanzierungsmethoden und die Durchführung unserer Untersuchungen . . . . . .

*I. Allgemeine Uebersicht über die Finanzierungsmethoden in Deutschland, England und den Vereinigten Staaten . . .

1. Die Fremdfinanzierung . . . .
   a) Die Institutionen der Kapitalbeschaffung. . . . . .
   b) Die Mittel der Kapitalbeschaffung .
2. Die Eigenfinanzierung . . . .
   a) Die Kapitalerhaltung . . . .
   b) Die Erweiterung der Kapitalbasis .

II. Die Durchführung der finanzpolitischen Untersuchungen . . . . . .

1. Das zur Verfügung stehende Material. 1
2. Die Auswertung des Materials und die zur Anwendung gelangende Untersugungsmethode 2
3. Die Abhängigkeit der Untersuchungsergebnisse von der Art und dem Umfang des zur Verfügung stehenden Materials. 3

Abschnitt B: Internationaler Vergleich der Finanzierungspolitik der Großindustrie . . . 5

Deutschland:

I. Vereinigte Stahlwerke A. G. 5
Vorbemerkung. 5
1. Quellen des Kapitals 5
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn 14
3. Gliederung des Kapitals 18
4. Verwendung des Kapitals. . . . 20
Abschließende Zusammenfassung . . 22

II. I. G. Farbenindustrie A. G. . . . 25
Vorbemerkung. 25
1. Quellen des Kapitals 25
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn 35
3. Gliederung des Kapitals 38
4. Verwendung des Kapitals . . . 40
Abschließende Zusammenfassung . . 42

Seite:

+III. Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft . . 44
Abschließende Zusammenfassung. 44

England:

IV. Imperial Chemical Industries, Ltd. . 46
Vorbemerkung. 46
1. Quellen des Kapitals. 47
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn 52
3. Gliederung des Kapitals 55
4. Verwendung des Kapitals . . . 56
Abschließende Zusammenfassung. 58

V. Courtauld's Limited 59
Vorbemerkung. 59
1. Quellen des Kapitals 60
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn 62
3. Gliederung des Kapitals 66
4. Verwendung des Kapitals. . . . 67
Abschließende Zusammenfassung. 68

+IX. General Eletric Co. Ltd. 70
Abschließende Zusammenfassung. 70

Vereinigte Staaten:

VII. United States Steel Corporation. . . 70
Vorbemerkung. 70
1. Quellen des Kapitals. 71
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn. 74
3. Gliederung des Kapitals. . . . 76
4. Verwendung des Kapitals. . . . 77
Abschließende Zusammenfassung. . . 78

VIII. General Motors Company. . . . 80
Vorbemerkung. 80
1. Quellen des Kapitals. 81
2. Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn. 86
3. Gliederung des Kapitals. . . . 88
4. Verwendung des Kapitals. . . . 89
Abschließende Zusammenfassung. . . 91

+IX. General Eletric Co. 92
Abschließende Zusammenfassung. 92

Abschnitt C: Bestimmungsfaktoren, Wesenszüge der Finanzierungspolitik und Schlußbetrachtungen. 94

I. Die Bestimmungsfaktoren für die Finanzierungspolitik der Unternehmungen in der Zeit von 1924—1930. 94
1. Volkswirtschaftlicher Art. . . . 94
Privatwirtschaftlicher Art 96

Seite:

II. Die allgemeinen Wesenszüge der Finanzierungspolitik in der Zeit von 1924—1930 97
1. Die Methoden der Finanzierung . . 97
2 Die Richtung der Finanzierung . . 108
3. Die Beziehungen zwischen Finanzierungspolitik und Unternehmungserfolg. 111
III. Die Bedeutung unserer Unternehmungen als Fundament für die Klärung angrenzender Probleme 114
1. Finanzierungswissenschaft und Finanzierungspolitik 114
2. Unternehmer und Finanzierungspolitik.. 116

Anm.: Das Druckexemplar wurde gegenüber dem bei der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Münster eingereichten Original wie folgt gekürzt: die mit * bezeichneten Kapitel des Inhaltsverzeichnisses wurden fortgelassen (insges. 73 Schreibmaschinenseiten); die Ausführungen über die mit + bezeichneten drei Elektrizitätsunternehmungen, die dem Umfange nach im Original den Ausführungen über die übrigen Unternehmungen entsprechen, wurden nur in der abschließenden Zusammenfassung wiedergegeben. Außerdem unterblieb die Drucklegung der dem Original beigehefteten 18 Schaubilder und graphischen Darstellungen.

Literaturangabe.

A. Allgemeine Literatur.

Beckerath, H. von: Der Moderne Industrialismus. Jena 1930.

*Dewing, A. St.: The Financial Policy of Corporations. New York 1926.

*Dresel, Klara: Die amerikanische Finanzierungsliteratur. Köln 1929.

*Diguid, Charles: The Stock Exchange. London 1926.

*Guthmann, Harry, G.: The Analysis of Financial Statements. New York 1925.

*Hayek, Fr. A.: Preise und Produktion. Wien 1931.

*Jaffé, E.: Das englische Bankwesen. Leipzig 1910.

*Jeidels, O.: Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie. Leipzig 1905.

*Lavington, F.: The English Capital Market. London 1921.

*Liefmann, Rob.: Kartelle, Konzerne und Trusts. Stuttgart 1927.

Liefmann, Rob.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1931.

*Polak, N. Y.: Grundzüge der Finanzierung. Berlin—Wien 1926.

Prion, W.: Kapital und Betrieb. Finanzierungsfragen der deutschen Wirtschaft. Leipzig 1929.

*Reed, H. L.: Principles of Corporation Finance. Cambridge 1925.

*Robbins, Carl, B.: No-Par Stock; Legal Financial, Economic and Accounting Aspects. New York 1927.

Schmalenbach, E.: Finanzierungen. Leipzig 1932.

*Schmaltz, K.: Bilanz- und Betriebsanalyse in Amerika. Stuttgart 1927.

*Schmaltz, K.: Betriebs-Analyse. Stuttgart 1929.

*Theisinger, K.: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Stuttgart 1928.

*Walb, E.: Kaufmannische Betriebswirtschaftslehre. Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute. Leipzig 1927.

*Weber, Adolf: Depositen- und Spekulationsbanken. München und Leipzig 1922.

*Wieser, Carl, W. von: Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie. Jena 1919.

*Withers, Hartley: Stocks and Shares. London 1926.

B. Zeitschriftenliteratur.

*Bruck, W. F.:	Probleme englischer und deutscher Finanzierungsmethoden von Handel und Industrie. in: Wirtschaftliche Nachrichten für Rhein und Ruhr, 8. Jahrg., H. 50, S. 1630—1634.
Doede, G. A.:	Amerikanisches Kapital in Deutschland seit Beendigung der Inflation. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 936—948.
*Engelbert, Gertrud:	Emissionsmethoden in London. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 209—219.
*Engelbert, Gertrud:	Emissionsvermittler auf dem Londoner Effektenmarkt. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., H. 23, S. 924—936.
*Hundhausen, C.:	Die Garantie Dritter für Aktien und Anleihen in der amerikanischen Effektenfinanzierung. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 7. Jahrg., S. 743—759.
*Hundhausen, C.:	Nennwertlose Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 8. Jahrg., S. 173—193.
Hundhausen, C.:	Anleihen und Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 25. Jahrg., S. 5—31; 64—88; 128—150; 26. Jahrg., S. 422—437; 525—543.
Huppertz, H.:	Convertible Bonde als Aktienwandelobligationen und andere „Mischformen" als Mittel der Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften der Vereinigten Staaten von Amerika. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 7. Jahrg., S. 409—428; 531—545; 595—607.
*Jaberg, P.:	Der internationale Geld- und Kapitalmarkt im Wandel der letzten Zeit. in: Bankwissenschaft, 7. Jahrg., H. 16, S. 545—558.
Kalveram, W.:	Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1. Jahrg., H. 5, S. 414—435; 2. Jahrg., H. 3, S. 219—241; 505—525.
*Kalveram, W.:	Banken und Industrie. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 149—168.
Kalveram, W.:	Obligationen mit Zusatzrechten. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 833—852.
*Linhardt, H.:	Ueber Wesen und Entstehung der Investment Trusts in England. in: Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 476—486; 509—521.
Linhardt, H.:	Die amerikanische Kreditkrise, in: „Zeitungsseminar", H. 4, Münster 1932.
*Mellinger, L.:	Das Recht des Obligationärs. in: Die Bank, 25. Jahrg., H. 49, S. 1714—1719.

*Schmidt, F.: Deflationskrise und Notverordnungen. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 9. Jahrg., S. 1—16.

*Schwoner, A.: Zwangskonvertierung? in: Die Bank, 25. Jahrg., H. 38, S. 1326—1331.

Valk, W.: Das Substitutionsprinzip als theoretischer Kern der Betriebswirtschaftslehre. Zeitschrift für Betriebswirtschaft. 5. Jahrgang, S. 187—196.

*Volmer, I. G. Ch.: Zur Lehre der Abschreibung. in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 4. Jahrg., S. 245—253.

C. Zeitungen.

Sämtliche führenden Tageszeitungen des In- und Auslandes.

D. Originalberichte der Unternehmungen.

Geschäftsberichte einschließlich der in ihnen enthaltenen Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen.
Prospekte.
Satzungen.

E. Nachschlagewerke.

Moody's Industrials.
Pitman's Business Guide.
Poor's 1930 Industrial Section.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich.
The Stock Exchange Official Intelligence Book.

Anm.: Die mit * bezeichneten Werke beziehen sich auf die beim Druck fortgelassenen Kapitel.

Abschnitt A:

Übersicht über die Finanzierungsmethoden und die Durchführung unserer Untersuchungen.

II. Die Durchführung der finanzpolitischen Untersuchungen.

1. Das zur Verfügung stehende Material[1]).

Es sollen im Folgenden neun führende Großunternehmungen aus Deutschland, England und den Vereinigten Staaten auf ihre Finanzierungspolitik in der Zeit von 1924 bis 1930 einschließlich geprüft werden; von deutschen Unternehmungen sind es die Vereinigten Stahlwerke, die I.G.-Farbenindustrie A.G. und die AEG., von englischen Courtaulds Ltd., Imperial Chemical Industries, Ltd. und die General Electric, von den amerikanischen die U.S. Steel Corp., die General Motors Comp. und die General Electric Comp. Die Auswahl geschah nach folgenden Gesichtspunkten: einmal sind diese Unternehmungen auf Grund ihres Produktionsporgrammes am besten vergleichbar, sodann sind es die größten und repräsentativsten, d. h. diejenigen, an denen die Bedeutung der Finanzierungsfragen am besten zu ermessen ist. — Das für diese Untersuchungen zur Verfügung stehende Material besteht einmal aus den von Unternehmungsseite herausgegebenen Mitteilungen, also den Geschäftsberichten mit den in ihnen enthaltenen Bilanzaufstellungen und Gewinn- und Verlustrechnungen, den Satzungen und den anläßlich von Kapitalvermehrungen veröffentlichten Prospekten und zweitens aus den seitens der Presse dargestellten Tatsachen. Für unsere Zwecke bieten die Bilanzen und die Gewinn- und Verlustrechnungen das grundlengende Material; auch die Prospekte geben durchweg wertvolle Aufschlüsse, und zwar über die näheren Bedingungen, unter denen eine finanzielle Transaktion zustandegekommen ist, über die Bankverbindungen der Unternehmung u. ä. — Die Geschäftsberichte liefern meistens nur ergänzendes Material; im günstigsten Falle unterrichten sie über den Beschäftigungsgrad, den Umsatz, den Auftragsbestand, die Bewertung und die Zusammensetzung der Bilanzposten; im ungünstigsten Falle — und so ist es meistens in Deutschland — beschränken sie sich auf einige allgemein gehaltene Ausführungen zur Wirtschaftslage, auf die textliche Wiedergabe der Bilanzposten und auf die Berechnung der im Verhältnis zu den Vorjahrsposten eingetretenen saldenmäßigen Verschiebung. — Die Pressemitteilungen sind besonders dann von Wert, wenn sie sich auf den Verlauf einer Generalversammlung, die dort gemachten Angaben des Vorstandes und etwaige dort gefaßte Beschlüsse beziehen.

---

[1]) s. z. Vgl. S. VII., Anmerkung.

2. Die Auswertung des Materials und die zur Anwendung gelangende Untersuchungsmethode.

An Hand des im vorigen gekennzeichneten Materials wird für jede der erwähnten Unternehmungen eine Darstellung der zu verzeichnenden finanziellen Transaktionen und ihrer Einwirkung auf den betrieblichen und unternehmungsmäßigen Stand der Gesellschaft gegeben. Dies geschieht in vier Abschnitten, denen eine orientierende Vorbemerkung über Größe, Tätigkeit und sonstige charakteristische Tatbestände der Unternehmung vorangesetzt wird und eine kurze Zusammenfassung der gewonnenen Ergebnisse, die zugleich eine kritische Würdigung bedeutet, folgt. Der erste Abschnitt beschränkt sich auf eine rein historische Darstellung der in finanzieller Beziehung bedeutsamen Ereignisse; diese werden an Hand der Bilanzpositionen der Passivseite unter Heranziehung sonstiger Angaben in den Geschäftsberichten, Prospekten usw. beschrieben. Im zweiten Abschnitt wird ein Bild von den Beziehungen zwischen dem Kapitalaufbau und dem Ertrag der Unternehmung und damit zusammenhängend von Umfang und Art der Selbstfinanzierung entworfen. Dies geschieht durch Vergleich der Erträge mit den Kosten für Kapitalerhaltung einerseits und den Ertragsrückstellungen andererseits. Für die deutschen Unternehmungen mit ihrem hohen Anteil von langfristigem Fremdkapital am Gesamtkapital wird hier eine besondere Untersuchung eingefügt, die die Zusammenhänge zwischen den Anleihekosten und dem Ertrag der Unternehmung im einzelnen prüft. Diese Untersuchung, die in rechnerischer Form durchgeführt wird, bedarf einiger erläuternder Hinweise. Sie bezweckt eine zahlenmäßige Beantwortung der Frage, in welcher Weise das Fremdkapital, d. h. in erster Linie die Anleihen die Rentabilität des Eigenkapitals beeinflussen oder — anders gesehen — ob und welchen Tribut die Gläubiger für die Beschränkung ihres Risikos und die Sicherstellung ihrer Rechte an die Kapitaleigner leisten. Die Beantwortung dieser Frage erfordert zunächst eine Berechnung der Rentabilität des Gesamtkapitals; zu diesem Zweck wird der jeweils in der Bilanz ausgewiesene Reingewinn um die für die Anleihen zu zahlenden Zinsen erhöht. Der so errechnete Geschäftsgewinn, also der Ertrag, der mit dem Gesamtkapital erarbeitet worden ist, wird zu dem Gesamtkapital in Beziehung gesetzt und ergibt seine Rentabilität. Die Rentabilität des Eigenkapitals, wie sie sich aus der Relation von Reingewinn zu Eigenkapital ergibt, ist — infolge der normalerweise vorhandenen Differenz zwischen der Rentabilität des Gesamtkapitals und den zu zahlenden Zinsen — fast immer eine zusammengesetzte Größe. Sie besteht aus zwei verschiedenen Gewinnbestandteilen: dem Betriebsgewinn, der der Rentabilität des Gesamtkapitals entspricht und dem rein finanziell verdienten Gewinn, der der oben erwähnten Differenz zwischen dem mit dem Fremdkapital erarbeiteten Ertrag und den für das Fremdkapital zu zahlenden Zinsen gleichkommt. Art und Höhe der Differenz zwischen der Rentabilität des Gesamtkapitals und der des Eigenkapitals gibt somit Aufschluß über die Wirkung des Fremdkapitals auf das Eigenkapital und damit über den Nutzen der Anleihen, darunter in erster Linie der Auslandsanleihen für die deutsche Wirtschaft. — Der dritte Abschnitt enthält Untersuchungen über die Zusammensetzung des gesamten Unternehmungskapitals; zu

diesem Zweck werden die wichtigsten Positionen der Kapitalseite der Bilanz zueinander in Beziehung gesetzt und ausgedeutet, dabei wird vor allem auf die Aufdeckung der Entwicklungstendenz Wert gelegt. Die Fragen nach dem Gefälle zwischen Eigenkapital und Schulden, nach der Spannung zwischen kurz- und langfristigen fremden Mitteln, nach der Entwicklung der Reserven gegenüber Eigen- und Gesamtkapital und nach dem Tempo der finanziellen Entwicklung, wie es sich an den Bilanzsummen ablesen läßt, werden hier erörtert. — Im letzten Abschnitt wird an Hand der Bilanzen geprüft, welche Verwendung das der Unternehmung zugeführte Neukapital gefunden hat, ob und in welcher Weise sich damit im Zusammenhang die Vermögensstruktur änderte und wie sich die Beziehungen zwischen Vermögens- und Kapitalaufbau gestaltet haben. Der Vergleich zwischen Vermögens- und Kapitalstruktur soll im besonderen nachweisen, ob der alte Finanzierungsgrundsatz, der besagt, daß die Verwendung der Mittel der Herkunft des Kapitals entsprechen soll, befolgt worden ist. Dieser Grundsatz bedeutet in Anwendung auf die industriellen Unternehmungen, daß sowohl die Anlagen und Beteiligungen als auch das „arbeitende Kapital"[2]) wegen ihrer langfristigen Natur durch langfristig aufgenommene Mittel, also durch Aktienkapital oder aber langfristig aufgenommenes Fremdkapital finanziert werden müssen. — An der Relation von Umsatzvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten wird geprüft, wie sich der Liquiditätsgrad gestaltet und an dem Verhältnis des arbeitenden Kapitals zu den Anlagen, wie der Ausnutzungsgrad der Anlagen beschaffen ist.

3. Die Abhängigkeit der Untersuchungsergebnisse von der Art und dem Umfang des zur Verfügung stehenden Materials.

Wenn auch die nachstehend behandelten Großunternehmungen alle nach der gleichen im vorigen dargelegten Methode geprüft werden, so ergeben sich in Einzelheiten zuweilen Abweichungen, die in der Verschiedenheit des zur Verfügung stehenden Materials begründet sind; so setzt z. B. die Untersuchung nicht für alle Unternehmungen zu dem gleichen Zeitpunkt an, dem Jahre 1924. Abgesehen davon, daß die Vereinigten Stahlwerke, die I.G.-Farben und die Imperial Chemical Industries erst zu einem späteren Zeitpunkt gegründet wurden, konnte auch das für die Untersuchung notwendige Material nicht immer für den frühen Zeitpunkt beschafft werden, so z. B. nicht für die englische General Electric Comp. und für Courtaulds Ltd. — Die Genauigkeit und Ausführlichkeit der Angaben über alle mit den verschiedenen Kapitaltransaktionen zusammenhängenden Fragen, wie die nach den Emissionsvermittlern, der Aufnahme der Emission beim Publikum, der Kursgestaltung usw. hängt fast ausschließlich von dem Umfang und der Zuverlässigkeit der vorhandenen Pressemeldungen ab. — Die Darstellung und das Urteil über die Zusammenhänge zwischen dem Kapitalaufbau und dem Ertrag der Unternehmung werden wesentlich von der Aufmachung und der Ausführlichkeit der Gewinn- und Verlustrechnung beein-

---

[2]) Das arbeitende Kapital ist der Ueberschuß des Umlaufsvermögens über die kurzfristigen Verbindlichkeiten; der Ausdruck stammt aus der amerikanischen Finanzierungsliteratur; er ist eine Uebersetzung des „working capital".

flußt; werden die den Ertrag vorbelastenden Zinsen und Abschreibungen in ihr nicht ersichtlich gemacht, so kann über die wichtigsten Fragen der Finanzierungspolitik nur sehr oberflächlich geurteilt werden. Sehr bedauerlich ist es, daß keine der hier besprochenen Unternehmungen — mit Ausnahme der General Electric U.S.A. — getrennte Angaben über den aus der Umsatztätigkeit und den aus Beteiligungsbesitz erzielten Ertrag macht. — Die Untersuchungen der beiden letzten Abschnitte, die sich fast ausschließlich auf die Bilanz-Analyse stützen, werden wesentlich von der Genauigkeit und der Ausführlichkeit der in den Bilanzen gemachten Angaben beeinflußt. Geheimhaltung der Wertansätze (deutsche Unternehmungen), der gegenüber angeschlossenen Unternehmungen bestehenden finanziellen Verpflichtungen (Imperial Chemical Industries), der Zusammensetzung und des Charakters einzelner Bilanzpositionen („Rückstellung für Ofenerneuerung, Bergschäden, schwebende Prozesse, noch nicht abgerechnete Verpflichtungen" der Vereinigten Stahlwerke; „Verschiedene Kreditoren" der AEG.) und ähnliches können natürlich ungemein leicht zu einer Verfälschung der Bilanz und damit auch zu der Gewinnung eines falschen Urteils führen. — Die Unterbrechung der Bilanzkontinuität, wie sie nicht selten — besonders für die Zeit rückläufiger Konjunktur — zu beobachten ist, legt einer Auswertung der Bilanzzahlen ebenfalls manche Schwierigkeiten in den Weg. —

Abschnitt B.

Internationaler Vergleich der Finanzierungspolitik der Großindustrie.

I. Vereinigte Stahlwerke A.-G.

Vorbemerkung.

Die Vereinigten Stahlwerke, die am 14. 1. 1926 gegründet wurden, nehmen die stärkste Stellung in der Eisen- und Kohlenproduktion Deutschlands ein. Sie besitzen zusammen mit der Gelsenkirchener Bergwerks-A.G. beim Rheinisch-Westfälischen Kohlensyndikat eine Quote von 25 % der gesamten Verkaufsbeteiligung; die Verbrauchsbeteiligung ist höher als 40 %. Der Anteil beider Unternehmungen an der gesamten deutschen Steinkohlenproduktion ist auf mehr als 20 %, an der gesamten Roheisen- und Stahlerzeugung[1]) auf 40—50 % zu veranschlagen. Der Umsatz mit Fremden betrug noch im Geschäftsjahr 1929/30 rd. 1261,13 Mill. RM.; die Zahl der Beschäftigten rd. 150 000[2]).

Kapitel 1.

Quellen des Kapitals[3]).

a) Aktienkapital.

Das Grundkapital der Vereinigten Stahlwerke belief sich ursprünglich auf 60 000 RM. Es wurde im Mai 1926 unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre um 799 940 000 RM. auf 800 Mill. RM. erhöht. Die neuen Aktien dienten zur Einbringung der Werksanlagen und sonstigen Vermögensgegenstände folgender Gesellschaften:

Rheinelbe-Union-Gruppe	RM.	315 976 000 Aktienkap.
Thyssen-Gruppe	„	207 984 000 „
Phoenix-Gruppe	„	207 985 000 „
Rheinstahl	„	67 995 000 „
	„	799 940 000 Aktienkap.

Die Aktien wurden diesen Gesellschaften zum Kurse von 110 % überlassen. Für die Ermittlung des für die Einbringung zu vergütenden Gegenwertes waren im wesentlichen die Kohlenförderung, die Kokserzeugung, die Roheisen- und Rohstahlerzeugung und die

[1]) Nach den Erzeugungsziffern des Geschäftsjahres 1930/31.
[2]) „Berliner Tageblatt" vom 22. 6. 1932.
[3]) s. z. Vgl. Tab. V. S. 18.

Erzversorgung maßgebend[4]). Das Aktienkapital behielt — wie aus den Bilanzen hervorgeht — für den zu untersuchenden Zeitraum seine ursprüngliche Höhe bei[5]). Doch da die Aktien nicht im Wege des Aktienaustausches den Aktionären der ursprünglich selbständigen Gesellschaften, sondern diesen Gesellschaften selbst gegeben worden waren, nutzten die Vereinigten Stahlwerke die Möglichkeit, Aktien leihweise von den Ursprungsgesellschaften zurückzuerwerben, um sie zu verschiedenen Angliederungen zu verwenden. In dieser Weise wurden im Juli 1926 die Werke der Charlottenhütte u. a. für 20 Mill. RM. übernommen, im Herbst 1926 der Hauptteil der Stummschen Werke, die Eisenwerke von Rombach, die Maojrität der Concordia-Bergbau-A.G., der Mitteldeutschen Stahlwerke und von Linke-Hofmann)[6]. Diese finanziellen Transaktionen — obwohl auf dem Rücken des Aktienkapitalkontos vorgenommen — fanden in der Bilanz ihren Niederschlag vermutlich auf dem Konto „langfristige Verpflichtungen". Weitere Aktien wurden im Anschluß an die Aufnahme der Anleihetranchen A, B und C benötigt, die in ihren Bezugsbedingungen eine Option auf Aktien der Vereinigten Stahlwerke vorsahen[7]). Diese Optionsaktien wurden ebenfalls von den Gründergesellschaften zur Verfügung gestellt und betrugen wohl im ganzen 82,815,000 RM[8]); sie wurden bei der Danat-Bank hinterlegt[9]). Vollabruf hätte dem Stahlverein über 100 Mill. RM. neue Mittel eingebracht, aber auch zwangsläufig zu einer Kapitalerhöhung führen müssen, da man den Gründergesellschaften ihre Aktien hätte zurückgeben müssen; es sei denn, daß nicht der Stahlverein, sondern die Gründergesellschaften das hereinfließende Geld bekommen hätten. Da der Bezugskurs jedoch auf 125 % festgesetzt war und die Stahlvereinsaktien nur ganz kurze Zeit höher standen, ist von dem Optionsrecht nur in ganz geringem Umfange Gebrauch gemacht worden[10]). Die Aktien sind den Gründergesellschaften wahrscheinlich schon im Jahre 1928 zurückerstattet worden; soweit aber durch Ausübung der Option Aktien fortgegeben werden mußten, wurde der Ausfall wohl durch Zukauf an der Börse ausgeglichen[11]). Auch soweit Angliederungen mit Aktien bezahlt wurden, wurden diese im Laufe der Jahre von den Verkäufern zurückerworben und der Rest wohl an der Börse aufgekauft[12]). — So konnte eine weitere Kapitalerhöhung vermieden werden.

Von Interesse ist hinsichtlich des Aktienkapitals noch die Tatsache, daß die 800 Mill. RM. Aktien im Oktober 1926 an den Hauptbörsenplätzen zum Handel und zur Notiz zugelassen wurden[13]). Nach Liefmann[14]) haben wir hier einen typischen Fall von Doppel-

---

[4]) Prospekt über 800 Mill. RM. Stammaktien vom 19. 8. 1926.

[5]) Gründe dafür s. unter e).

[6]) „Der Deutsche Volkswirt" vom 20. 9. 1929.

[7]) s. Tabelle II. S. 10/11.

[8]) 30 Mill. RM. für Anleihe A, 42 Mill. RM. für Anleihe B, 10,815 Mill. RM. für Anleihe C.

[9]) Prospekt über 120 Mill. RM. Teilschuldverschreibungen vom 6. 11. 1926.

[10]) „Berliner-Börsen-Courier" I vom 18. 7. 1929; „Frankfurter Ztg." vom 6. 2. 1931.

[11]) dto.

[12]) „Der Deutsche Volkswirt" vom 20. 9. 1929.

[13]) „Berliner Börsen-Courier" vom 16. 10. 1926.

[14]) Liefmann, Prof. Dr. Robert: „Doppelemissionen"; „Frankfurter Ztg." III vom 28. 9. 1926.

emission vor uns, und zwar aus folgenden Erwägungen: Die Gründergesellschaften tauschten ihre Sachwerte gegen Stahlvereinsaktien und ließen ihre eigenen Aktien in den Händen des Publikums; der Wert der Aktien der Gründergesellschaften beruht also auf dem Besitz an Stahlvereinsaktien; diese wiederum empfangen ihren Wert durch das von den Vereinigten Stahlwerken erworbene Sachkapital der Gründergesellschaften. Wenn auch etwa nur für 30 Mill. RM. eigene Aktien verwendet wurden, um im Zusammenhang mit der Börseneinführung den Stahlvereinsaktien einen Markt zu schaffen[15]), so sind doch die gesamten 800 Mill. RM. zum Handel zugelassen.

> „Im übrigen würde aber eine größere Emission von Aktien der Vereinigten Stahlwerke die Gründergesellschaften . . . . . jedes Besitzes entleeren, und es müßten dann diese Unternehmungen verschwinden. Tatsächlich wollen aber die Gründergesellschaften der Vereinigten Stahlwerke ihren Einfluß auf das Sachkapital nicht vermindern, und insoweit das der Fall ist, ist also die Emission von Stahlvereinsaktien und die Zulassung des ganzen Kapitals zum Börsenhandel eine Scheinemission, die die Möglichkeit gibt, neues Kapital heranzuziehen, ohne daß das Vermögen sich geändert hat. . . ."[16])

Zu den Ausführungen Liefmanns möchten wir noch hinzufügen, daß der Ausdruck „Doppelemission" gewiß gerechtfertigt ist, nicht aber u. E. der Ausdruck „Scheinemission"; angemessener wäre u. E. die Bezeichnung „Scheinkapitalbildung". In dem Prospekt zur Börseneinführung vom 19. 8. 1926 ist ausdrücklich festgestellt, daß die neuen Aktien den Gründergesellschaften gegen Einbringung ihrer Sachwerte überlassen worden sind. Da der Prospekt der Unterrichtung des Publikums zu dienen hat, ist damit dem künftigen Aktionär gesagt, daß die Vereinigten Stahlwerke erst den Gründergesellschaften die Aktien abkaufen oder zum mindesten von ihnen leihen mußten oder auch, daß das Geld, das sie auf die Aktien einzahlen, an die Gründergesellschaften geht. Die alten Aktionäre der Gründergesellschaften andererseits bestimmen ja durch den Weg über die Gründergesellschaften selbst die Bedingungen, zu denen sie die Aktien hergeben. Beide Parteien wissen also, daß die ganze Transaktion u. U. auf eine Kapitalverwässerung hinausläuft.

b) Genusscheine.

Die Genusscheine wurden den Gründern als Gegenwert für die Einbringung solcher Werte und Vorteile gegeben, die nicht unmittelbar zu den Produktionsanlagen gehörten[17]), z. B. für Beteiligungen und Licencen[18]). Von ihnen entfielen 50 Mill. RM. auf Reihe A, und 75 Mill. RM. auf Reihe B. Jene waren derart ausgestattet, daß sie eine Verzinsung zu dem gleichen Vomhundertsatz des an die Aktionäre auszuschüttenden Gewinnanteils gewährten, jedoch nur bis zu einer Höchstverzinsung von 7 %. Hiervon wurden bis zu 5 % derart gewährleistet, daß sie vor Ausschüttung eines Gewinnanteils

---

15) „Der deutsche Volkswirt" vom 20. 9. 1929.
16) Liefmann, a.a.O.
17) Prospekt über 800 Mill. RM. Stammaktien vom 19. 8. 26.
18) „Vossische Ztg." I vom 5. 11. 1927.

an die Aktionäre zu zahlen waren. Die Genussscheine der Reihe B waren bis zu 5 % mit dem gleichen Vomhundertsatz des an die Aktionäre auszuschüttenden Gewinnanteils zu verzinsen, darüber hinaus mit ½ % für je 1 % Gewinnanteil der Gesellschaft über 5 %, jedoch nur bis zu einer Höchstverzinsung von 7 %[19]). Sie stellten also eine Art Zwischending zwischen Vorzugsaktie und Gewinnobligation dar. Bereits im zweiten Jahr ihres Bestehens wurden sie im Zusammenhang mit der Debentures-Anleihe beseitigt.

c) Gesetzliche Reserve und Gewinnvortrag.

Die gesetzliche Reserve, die hier nur unter dem Gesichtspunkt der Aufbringung von Mitteln, d. h. der Selbstfinanzierung der Unternehmung betrachtet werden soll, verdient wenig Beachtung, da sie — abgesehen von der unbedeutenden im Geschäftsjahr 1926/27 vorgenommenen Auffüllung auf die gesetzlich vorgeschriebene Höhe — keine Aenderung aufweist. Auch der „Gewinnvortrag" hat als Träger der Selbstfinanzierung hier nur untergeordnete Bedeutung.

d) Abschreibungen und Rückstellungen.

Beide Konten interessieren hier nicht als solche, d. h. als „Wertberichtigungs"-Konten, sondern nur der in ihnen liegenden Möglichkeit wegen, von diesem Charakter abzuweichen und zu Reservekonten zu werden, sei es, daß die Abschreibungen die Wertminderung der Anlagen überkompensieren, sei es, daß die Rückstellungen für Ofenerneuerung, Bergschäden, schwebende Prozesse, noch nicht abgerechnete Verpflichtungen — der Art oder Höhe nach — ihren Charakter einer wahrscheinlich kurzfristigen Inanspruchnahme oder der Wertberichtigung von Aktivkonten aufgegeben haben. Also nur von dem Gesichtspunkt versteckter Bildung echter Reserven sind diese Konten hier zu betrachten.

Wie ein Vergleich der jährlichen Abschreibungssummen mit den jeweiligen Anlagebeträgen ergibt, beträgt der Abschreibungssatz im Durchschnitt 6 — 7 %. Um beurteilen zu können, ob dieser Prozentsatz angemessen ist, wäre eine genauere Kenntnis von Charakter, Zustand, Alter usw. der Anlagen vonnöten, als man sie nach dem vorliegenden Material[20]) gewinnen kann. Immerhin läßt sich nach dem umfassenden Rationalisierungsprogramm und aus dem verhältnismäßig kurzen Bestehen des Stahlvereins vermuten, daß die Anlagen der verschiedenen Werke erst aufeinander eingespielt werden müssen; auch geht aus einer Notiz in der „Vossischen Ztg."[21]) hervor, daß die Produktionsstätten der Gründergesellschaften zum großen Teil außer Betrieb, zu einem Teil außerdem noch veraltet waren. Unter Berücksichtigung dieser Tatsachen scheint ein Satz von 7 % noch keine Reservenbildung zu bedeuten. Nicht geklärt ist damit die Frage, ob auf den Anlagekonten eine Bildung stiller Reserven vor sich gegangen ist, die — da die Abschreibungen in Form von Rückstellungen unter den Passiven erscheinen — hier nur einen

[19]) Prospekt a.a.O.
[20]) Geschäftsberichte und Bilanzen.
[21]) „Vossische Zeitung" vom 5. 11. 1927.

als Unkosten verbuchten und demgemäß nicht in Erscheinung tretenden Anlagezugang bedeuten kann. Damit stehen wir vor der Frage der Selbstfinanzierung durch vorhandene, aber nicht ausgewiesene Gewinne. — Die buchmäßigen Anlagenzugänge beliefen sich bis zum 30. 9. 1930 insgesamt auf rd. 362 Mill. RM. Ob diese Summe tatsächlich die gesamten Aufwendungen für Verbesserung und Erweiterung der Anlagen enthält, ist fraglich; das „Berliner Tageblatt" schrieb am 2. 3. 1928:

> „. . . außerdem darf man nach Maßgabe der bekannten Um- und Neubauten vermuten, daß für Investitionen mehr ausgegeben worden ist, wie die offiziellen Anlagezugänge . . . . ausweisen".

Der „Berliner Börsen Courier" bemerkte:[22])

> „. . . . Ohne Zweifel kann man wohl annehmen, daß die bedeutenden Zugänge der letzten Jahre nicht immer mit dem vollen Werte eingesetzt wurden, sondern bei der Verbuchung namentlich neuer Anlagen stille Reserven geschaffen wurden".

Diese Annahme erhält ohne Zweifel durch die Tatsache eine wertvolle Stütze, daß die gesamten bis zum Ende des Jahres 1930 geschaffenen Abschreibungen den für dieselbe Zeit ausgewiesenen buchmäßigen Anlagezugang voll kompensieren, daß aber andererseits das neue technische Programm, das eine vollständige und beschleunigte Rationalisierung zur Durchführung brachte[23]) — z. B. den Neubau von Kokereien und die innere Verbindung der neuvereinigten Werke durch Bahnen, Leitungen, Rohre usw.[23]) — doch höchstwahrscheinlich eine Werterhöhung der Anlagen gegenüber dem Stand vom 1. 4. 1926 herbeigeführt haben wird. Abschließend muß jedoch betont werden, daß bei der Beurteilung der Abschreibungen hier nicht die Frage der Anlagenbewertung gewürdigt wurde[24]), die u. U. die Frage der Abschreibungen in ein anderes Licht rückt.

Die „Rückstellung für Ofenerneuerung, Bergschäden, schwebende Prozessen, noch nicht abgerechnete Verpflichtungen" zeigt schon dem Namen nach einen Sammelposten an, dessen Charakter nur schwer bestimmbar ist. Uns interessiert hier wieder nur die Frage, ob wir es mit einem echten Berichtigungsposten zu den Aktiven bzw. mit kurzfristigen Verbindlichkeiten zu tun haben oder auch mit versteckter Reservebildung. In der Gründungsbilanz vom 1. 4. 1926 führt dieser Posten die Bezeichnung „Rückstellung für noch nicht abrechnungsfähige Verpflichtungen (Rückstellung für Bergschäden, Erneuerungen, usw.)". Die „noch nicht abrechnungsfähigen Verpflichtungen" als Oberbegriff lassen — namentlich wenn es sich um Verpflichtungen kurzfristiger Art handelt — ein transitorisches Passivum vermuten; ebenso kann „Ofenerneuerung" ein Berichtigungsposten zu den Aktiven sein. Bei den Rückstellungen für Bergschäden und schwebende Prozesse wird es sich ebenfalls um ein transitorisches Passivum handeln, doch muß hier mit der Wahrscheinlichkeit gerechnet werden, daß die hier verbuchten

---

[22]) „Berliner-Börsen-Courier" I vom 18. 7. 1929.
[23]) „Frankfurter Zeitung" vom 15. 7. 1927.
[24]) S. darüber Kapitel 2.

Beträge zum Teil Reservecharakter annehmen. Bestimmtes darüber läßt sich nicht sagen. Die Erhöhung der Rückstellung um 23 Mill. RM im ersten Geschäftshalbjahr betrifft die anteilige Verzinsung der Genusscheine und Anleihen, sonstige anteilige Kosten, die in dem am 30. 9. 1926 beendeten Geschäftshalbjahr aufgelaufen sind, Rückstellungen für zweifelhafte Forderungen und Verpflichtungen aus noch nicht endgültig abgerechnetem Erwerb von Beteiligungen[25]), im wesentlichen also Berichtigungsposten ohne Reservecharakter. Ueber die Erhöhung um 7 Mill. RM. im zweiten Geschäftsjahr ist im Bericht nichts ausgesagt; die allmähliche Verminderung des Postens bis auf 84 Mill. RM. am 30. 6. 1930 ist auf die Abwicklung verschiedener Verpflichtungen und die Verwendung der hierfür vorgesehenen Rücklagen zurückzuführen[26]).

e) Anleihen.

S. z. Vergl. Tabelle I und II. S. 10/11.

Die Anleihekonten sind bei den Vereinigten Stahlwerken diejenigen Konten, die die bedeutendsten Finanzierungs-Transaktionen aufweisen. Wie aus Tabelle I und II hervorgeht, übernahm der Stahlverein bei seiner Gründung die Verpflichtungen aus den Dollaranleihen der Jahre 1925 und 1926 der Rheinelbe-Union und von Thyßen; die daraus noch vorhandenen Mittel standen dem Stahlverein zur Verfügung; doch ist von den 100 Mill. RM. der Rhein-Elbe-Union kaum bares Geld an den Stahlverein gekommen[27]).

Die umfassendsten Transaktionen auf finanziellem Gebiet wurden im ersten Geschäfts-Halbjahr getätigt. In diesem kurzen Zeitraum wurden auf dem Anleihewege eine viertel Milliarde RM. flüssig gemacht. Die Gesamtanleihe zerfiel in drei Tranchen. Die Ausgabe der Tranchen A und B bezweckte die Verstärkung der Betriebsmittel und die Ablösung der laufenden Verbindlichkeiten gegenüber den Gründergesellschaften[28]). Die Tranche C diente der Ablösung der Thyßen-Anleihe[28]). Bei einem Vergleich der Bedingungen der europäischen und der amerikanischen Tranche fallen die ungünstigeren Zins- und Optionsbedingungen und das 2 %ige Agio der europäischen Tranche auf, die auf die schlechteren Kapitalmarktverhältnisse in Europa zurückzuführen waren. Auch wollte man wohl nicht allzuviel Stahlvereinsaktien nach den Vereinigten Staaten abwandern lassen[29]). Die Anleihe C ist im wesentlichen ebenso gestellt wie die Tranche A. Von ihr wurde nur ein Teilbetrag (18.169.000 RM.) im Jahre 1926 begeben, der größere Rest von 27.254.000 RM. im Jahre 1927. Diese Anleihe bewirkte mit der Ablösung der Thyßenanleihe die Umwandlung einer 7 %igen im Jahre 1930 fälligen Schuld in eine 6,5 %ige erst im Jahre 1950 fällige Schuld. Durch die Klausel, daß im Fall einer weiteren gleichrangigen Belastung die durch die Gesamtbelastung gesicherten Forderungen 440 Mill. RM. nicht übersteigen dürfen, schien den Vereinigten Stahlwerken zunächst der Weg zu einer weiteren

---

[25]) Geschäftsbericht vom 1. Geschäftshalbjahr 1926.
[26]) Geschäftsbericht vom Jahre 1929/30.
[27]) „Vossische Ztg." I vom 5. 11. 1927.
[28]) Prospekt über 126 Mill. RM. Teilschuldverschreibungen vom 6. 11. 1926.
[29]) „Frankfurter Ztg." Ivom 27. 6. 1926.

Tabelle I. **Uebersicht über die Bewegung auf**

(Zusammengestellt
in den Bilanzen

in 1 000,— ℛℳ	1. 4. 1926			bis 30. 9. 1926			bis 30, 9. 1927			Be
	Übernahme	Tilgung	Stand am 1. 4. 26	Begebung	Tilgung	Stand am 30.9.26	Begebung	Tilgung	Stand am 30.9.27	bu
7%ige Thyssen-Dollaranleihe	44 100		44 100		17724	26 376		26 376	—	
7%ige Rheinelbe-Union-Anl.	105 000		105 000		1 310	103 690		2 625	101 064	
6½ %ige Dollaranl. Serie A				126 000		126 000		2 520	123 480	
7%ige Markanleihe Serie B				126 000		126 000			126 000	
einschl. 2% Rückzahlungs-Aufgeld				2 520		2 520			2 520	
6½ %ige Dollaranl. Serie C				18 169		18 169	27 254		44 516	
6½ %ige Dollar-Debentures-Anleihe Serie A							126 000		126 000	
			149 100			402 755			523 580	

Tabelle II.

Uebersicht über die Anleihebedingungen.

(Zusammengestellt nach den Angaben in den Prospekten).

	Ausgabejahr und Ausgabekurs	Betrag RM	Betrag $	Begebungsplatz	Deckung	Zinsfuß	Laufzeit	Tilgung bezw. Rückzahlung	Kündigung	Uebernehmende Bank	Optionsrechte der Anteilseigner
I. Von den Gründerwerken übernomm. Anleihen											
1. Rheinelbe Union-Anleihe	1926 94%	105 000 000	25 000 000	U. S. A.	Hypothek	7%	1926—1946	6 250 000 p. a. 1626—1936 18 750 000 p. a. 1936—1946	Zu jedem Zinstermin m. 30tägiger Frist gânz oder teilweise		
2. Thyssen-Anleihe	1925 98½%	44 100 000	10 500 000	U. S. A.	Hypothek	7%	1925—1930	Die ganze Anleihe am 1. I. 1930	Zu jedem Zinstermin m. 60tägiger Frist ganz oder teilweise		
II. Eigene Anleihen											
3. Gesamtanleihe a) $-Anleihe, Serie A.	1926 96%	126 000 000	30 000 000	U. S. A.	Sicherungshypothek in Höhe v. 31 500 000 $ Grundschuld in Höhe von 4 200 000 GM Im Falle einer weiteren gleichrangigen Belastung des gegenwärtig zur Verpfändung gelangenden Grund- u. Bergwerkbesitzes dürfen d. durch die Gesamtbelastung gesicherten Foreerungen 440 Mill. RM nicht übersteigen.	6½ %	1926—1951	halbjährl. Auslosg. zuzügl. laufender Zinsen	Zu jedem Zinstermin mit 30-täg. Frist ganz od. teilweise	Dillon, Read & Co., New-York	Auf 1 Bond z. 1000 $ 1 Aktie z. 1000 RM zum Kurse von 125 % jederzeit bis zum 1. 7. 1929
b) Mark-Anleihe Serie B.	1926 98%	126 000 000		Deutschland Holland Schweiz Schweden	Feingoldhypothek in Höhe von 151 200 000 GM	7%	1926—1951	¼ der Serie v. 1932—1941 ¾ der Serie v. 1941—1951	Zum 1. I., 1. IV., 1. VII., 1. X. mit dreimonatiger Frist ganz od. teilw. nicht vor dem 1. VII. 1932	Danatbank, Berlin	Auf Obligationen im Gesamtnennwert v. 3 000,— RM eine Aktie von 1 000 RM zum Kurse von 125% jederzeit bis zum 31. 12. 1929
		90 000 000									
		16 000 000									
		15 000 000									
		5 000 000									
c) $-Anleihe, Serie C.	1926 1927 97½%	45 423 000 18 169 000 27 254 000	10 815 000	U. S. A.	Hypothek in Höhe v. 12 978 000 $	6½%	1926—1951	wie $ Anleihe Serie A.	Zu jedem Zinstermin mit 30-tägiger Frist	Dillon, Read & Co.	wie $-Anleihe, Serie A.
4. Debentures-Anleihe Serie A	1927 98½%	126 000 000	30 000 000	U. S. A.	nicht hypothekarisch gesichert.	6½% Bezugsscheine auf je ½ % Extrazinsen f. jedes % Dividende, das 6% überschreitet. Höchstbetr. an Extrazins. 1½ %.	1927—1947	—	Bis 1. 7. 1932 unkündbar, nur im ganzen kündbar.	Dillon, Read & Co.	

Mittelbeschaffung auf dem Anleihewege versperrt zu sein. Es war deshalb zu vermuten, daß die Unternehmung bei Annahme dieser Klausel ihren Geldbedarf für gesättigt hielt[30]). Umsomehr mußte es überraschen, daß bereits im folgenden Jahre eine weitere Anleihe über 30 Mill. $ unter den Passiven erschien. Dazu wurde aus Verwaltungskreisen folgende in der Presse wiedergegebene[31]) Erklärung abgegeben:

> „Mit dem Erlös von einer Viertel Milliarde aus der Gesamtanleihe von 1926 glaubte der Stahlverein das gesamte Ausbau-, Umbau- und Rationalisierungsprogramm auf ein Jahrzehnt hinaus finanziert zu haben; nach einem technischen Programm sollte innerhalb von fünf bis zehn Jahren die nötige Ergänzung und Modernisierung der Kokereien und die innere Verbindung der neuvereinigten Werke vollzogen werden. Es sei aber in der Eisenindustrie 1927 durch die neuen Arbeitszeit- und sonstigen Sozialgesetze eine nicht in Rechnung gestellte neue Lage geschaffen worden; zur Milderung der dadurch bedingten Rentabilitätseinbußen sei ein neues technisches Programm entworfen worden, das eine weit schnellere Rationalisierung vorsähe. Zwar sollen die für das neue Programm nötigen Geldmittel nichtmal so viel höher gewesen sein als für das alte; aber man hatte damit gerechnet, im Laufe von 5 bis 10 Jahren aus den jährlichen Erträgen Abschreibungssummen zur Verfügung zu haben, die mit herangezogen werden könnten; diese standen z. Zt. nicht zur Verfügung. Zunächst habe der Stahlverein nicht an die Durchführbarkeit des neuen Programms geglaubt, weil Geldbeschaffungsmöglichkeiten nicht zu sehen waren. Eine Aktienemission wäre sowohl an der Lage des inneren Kapitalmarktes als auch schon an der vorhandenen Höhe der Kapitalbasis gescheitert; eine Inlandsanleihe war auch nicht erfolgversprechend, und für das Ausland fehlten die Sicherheiten. Es sei deshalb für den Stahlverein selbst eine Ueberraschung gewesen, als die Firma Dillon, Read & Co. auf bloße Anregung hin, selbst den Vorschlag machte, eine ungesicherte Anleihe unterzubringen, wenn durch gleichzeitige Beseitigung der Genussscheine eine weitere Erhöhung des langfristig investierten Kapitals nicht erfolge. Die Konstruktion der neuen Anleihe sei diesem Verlangen angepaßt. Die Gründergesellschaften hätten sich bereit erklärt, die Genussscheine zurückzugeben und den Gegenwert dem Stahlverein langfristig zu stunden".

Ebenso stichhaltig wie das Argument der vermehrten Soziallasten erscheint uns für die Erklärung des neuen Geldbedarfs das der vermehrten Kapitallasten. Es sei darauf verwiesen, daß der Stahlverein den Gründergesellschaften ihre Sachkapitalien vollwertig abnahm, sodaß niemand finanziell etwas eingebüßt hatte[32]). Man

---

30) „Frankfurter Ztg." I vom 15. 7. 1927.
31) „Frankfurter Ztg." I vom 15. 7. 1927.
32) „Vossische Ztg." vom 5. 11. 1927.

sprach bereits von Ueberkapitalisierung[33]). Der Zinsendienst muß im Jahre 1926 mindestens 10 Mill. RM. betragen haben, die Bankzinsen nicht gerechnet. Für Abschreibungen auf Werksanlagen konnten so in der Bilanz nur 26 Mill. RM. angesetzt werden, also nur ungefähr 2 ¼ % der Anlagen; ein umso geringerer Satz, wenn man berücksichtigt, daß die von den Gründergesellschaften übernommenen Produktionsstätten zum großen Teil außer Betrieb, zu einem Teil außerdem veraltet waren[32]). Zu der Konstruktion der Anleihe insbesondere dem Verlangen des Emissionshauses, durch Beseitigung der Genussscheine eine weitere Erhöhung des langfristig investierten Kapitals zu vermeiden, sei bemerkt, daß u. E. die Inhaber der Debentures nur dann einen Vorteil von der Umwandlung der Genussscheine in Forderungen der Gründergesellschaften haben, wenn die Genussscheine nicht zinstragend sind, was dann schließlich auf eine Benachteiligung der Aktionäre der Gründergesellschaften hinausläuft, oder aber, wenn die Genussscheine zur Unterlage des Kredites dienten[32]). Wiederholt wird die Debentures-Anleihe mit dem Ausdruck „Genussschein-Ablösungsanleihe" belegt[32]); man spricht von ihr als einer „umgewandelten Schuld"[32]). Diese Ausdrucksweise ist u. E. insofern nicht korrekt, als hier nicht eine Schuld eine andere ersetzt, vielmehr an die Stelle von Eigentümeransprüchen der alten Genussschein-Inhaber Forderungen der Gründerwerke treten und a u ß e r d e m noch durch Aufnahme der Debentures-Anleihe eine langfristige Verschuldung eingegangen wird.

Die Befriedigung neu auftretenden Geldbedarfs auf dem Anleihewege ist mit dem 31. 12. 1927 beendet. In den folgenden Jahren setzte eine planmäßig fortschreitende, aber äußerst geringe Tilgung ein.

f) Langfristige Verpflichtungen.

Die Gläubiger der „langfristigen Verpflichtungen" sind die Gründergesellschaften, die einen Teil des Gegenwertes der übereigneten Warenbestände den Stahlwerken auf fünf Jahre stundeten[34]). Die im ersten Geschäftshalbjahr verzeichnete Erhöhung dieser Verpflichtungen um 44,6 Mill. RM. war wohl auf die auf Seite 6 erwähnten Angliederungen zurückzuführen, zu deren Durchführung sich die Vereinigten Stahlwerke von den Gründergesellschaften Aktien auslichen; die Ansprüche aus dieser Transaktion wurden den Gründergesellschaften unter „langfristigen Verpflichtungen" gutgeschrieben[35]). Die weitere Zunahme der langfristigen Verpflichtungen im Jahre 1927 um 20,8 Mill. RM. hängt wahrscheinlich mit der Rückgabe der Genussscheine an die Vereinigten Stahlwerke zusammen, deren Gegenwert — wenigstens ein Bruchteil desselben — den Gründerwerken wohl auf diesem Konto gutgeschrieben worden ist[36]). Doch ist die Bilanzierung der Transaktionen, die sich zwischen den Vereinigten Stahlwerken und den Grün-

---

[33]) „Vorwärts" vom 28. 7. 1926.
[34]) Prospekt vom 6. 11. 1926.
[35]) „Berliner Tageblatt" vom 11. 3. 1927.
[36]) „Berliner Tageblatt" vom 2. 3. 1928.

derwerken abwickeln, nicht immer sehr klar[37]). Das Jahr 1928 verzeichnet in der Bilanz eine Abnahme der langfristigen Verpflichtungen um 43,4 Mill. RM., die sich aus der Rückgabe der für Angliederungszwecke ausgeliehenen Aktien erklären läßt. Im Jahre 1929 weist das Konto keine wesentliche Aenderung auf; im Jahre 1930 dagegen wieder eine Erhöhung um 25 Mill. RM. Dieser Zugang stellt die Stundung von Restkaufgeldern für neuerworbene Beteiligungen dar[38]). Damit erscheint erstmalig eine Verrechnung von Forderungen Außenstehender auf diesem Konto.

g) Bankschulden.

In den offiziellen Mitteilungen der Vereinigten Stahlwerke wird über den Charakter der Bankschulden nichts ausgesagt; nur in der Eröffnungsbilanz vom 1. 4. 1926[39]) fand sich die Bemerkung, daß es sich um „langfristige Bankkredite" handelt.

Ein deutsches Bankenkonsortium unter Führung der Disconto-Gesellschaft hatte den Vereinigten Stahlwerken sofort nach ihrer Gründung einen Zwischenkredit in Höhe von 150 Mill. RM. zum Zwecke der Uebernahme der Vorräte von den einzelnen Gründergesellschaften zur Verfügung gestellt[40]). Es ist aus den Bilanzen nicht ersichtlich, in welcher Höhe dieser Kredit in Anspruch genommen wurde. Er soll 118 Mill. RM. betragen haben, die aus den Anleihe-Erlösen zurückgezahlt wurden[41]). Vom Jahre 1927 ab erscheinen Bankforderungen und Bankschulden gesondert in der Bilanz. Besondere finanzielle Transaktionen fanden von diesem Zeitpunkt ab auf den Bankkonten nicht mehr ihren Niederschlag. Die Veränderungen waren im einzelnen wohl mehr konjunkturell bedingt; allerdings mit Ausnahme des letzten Jahres, in dem den Vereinigten Stahlwerken von den Phönix-Werken der Erlös ihrer Holland-Anleihe von 200 Mill. hfl. zur Verfügung gestellt wurde[42]). In dem Saldo des Bankguthabens sind wohl Vorschüsse auf diese Anleihe enthalten[43]).

h) Warenschulden und sonstige kurzfristige Verpflichtungen.

Von den kurzfristigen Verbindlichkeiten soll nur die Position „Warenschulden und sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten" näher in ihrer Funktion als Kapitalquelle verfolgt werden. Die übrigen Konten erklären sich selbst und sind zahlenmäßig und finanzpolitisch wenig bedeutend. Das Konto „Warenschulden und sonstige kurzfristige Verpflichtungen" stellt hauptsächlich „laufende Ver-

---

[37]) Die Vereinigten Stahlwerke (Presseabtlg.) teilten auf Befragen nur folgendes mit: „Die Zunahme der lang- und kurzfristigen Verpflichtungen ist auf die Veränderung einer ganzen Anzahl von Konten zurückzuführen. Nähere Angaben hierzu bedauern wir, Ihnen nicht machen zu können".

[38]) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.

[39]) Veröffentlicht in dem Prospekt vom 6. 11. 1926.

[40]) „Berliner Tageblatt" vom 24. 6. 1926.

[41]) „Vossische Ztg." I vom 5. 11. 1927.

[42]) „Frankfurter Ztg." vom 6. 2. 1931.

[43]) „Berliner-Börsen-Curier" II vom 5. 2. 1931.

pflichtungen für eingegangene Waren und Frachten" dar[44]), gehört also insofern auch mehr in den Bereich, des Betriebes als in den der Unternehmung, und interessiert uns nur indirekt, d. h. soweit es größere Veränderungen aufweist, die nicht konjunkturell bedingt sind. Das trifft bei der in der Bilanz des Jahres 1927 verzeichneten Zunahme dieses Postens um 24 Mill. RM. zu. Ein großer Teil dieses Betrages stellt wahrscheinlich einen Teil des Gegenwertes für die von den Gründern dem Stahlverein zur Verfügung gestellten Genussscheine dar[45]). Dies ist umso wahrscheinlicher, als die „langfristigen Verpflichtungen" im Jahre 1927 eine Steigerung um nur ca. 20 Mill. RM. aufwiesen, und als man mit Rücksicht auf die ausländischen Kreditgeber der Debentures-Anleihe gezwungen war, die langfristige Verschuldung so niedrig als möglich erscheinen zu lassen. Eine weitere — von der Finanzpolitik der Unternehmung bedingte — größere Veränderung dieses Kontos ist die Zunahme um 41 Mill. RM. im Geschäftsjahr 1929/30. Sie stellt den Gegenwert für den Erlös aus der Holland-Anleihe dar, der den Vereinigten Stahlwerken von der Phönix-Verwaltung zur Verfügung gestellt wurde[46]).

Kapitel 2.

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

S. z. Vergl. Tabelle III, Seite 17.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn betrug durchschnittlich im Jahr nur 5,7 % des Aktienkapitals; er wurde zu 97,4 % den Aktionären als Dividende zugeführt, also praktisch in seiner ganzen Höhe ausgeschüttet und erreichte in den zu betrachtenden 4½ Jahren ungefähr 25 % des Aktienkapitals. Die Zahlung der Zusatzdividende von 2 %, die man bis zum Jahre 1930 den Aktionären über die 4%ige Dividende hinaus gewährte, konnte im Jahre 1930 angesichts einer Verringerung des Rohertrags um nur 8 % schon nicht mehr aufrecht erhalten werden. Das ist ein anschaulicher Beweis dafür, in welch hohem Grade der Reinertrag durch starre Ausgaben vorbelastet war; eine Verringerung des Rohertrags um nur 17 % — gemessen an dem des Jahres der Hochkonjunktur 1928 — mußte schon bewirken, daß den Aktionären keine Vergütung für ihr Kapital mehr geleistet werden konnte. Damit erweist sich der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn als eine äußerst labile und konjunkturempfindliche Größe, und damit auch das Stammaktienkapital als mit erheblichem Risiko behaftet; dies umsomehr, als die offenen Rückstellungen von insgesamt rd. 3,5 Mill. RM. so gering waren, daß sie gar nicht zählen, also auch in dieser Hinsicht keine Ausweichmöglichkeit vorhanden war; im Gegenteil, es muß noch festgestellt werden,

---

[44]) „Geschäftsbericht" vom Jahre 1925/26.
[45]) „Berliner Tageblatt" vom 2. 3. 1928. — S. auch z. Vgl. S. 13; Anm. 37.
[46]) „Frankfurter Ztg." vom 6. 2. 1931.

daß schon die Ausschüttungen in der bestehenden Höhe nur auf Kosten und unter Nichtachtung der Reservebedürfnisse eines derart stark wachsenden Konzerns vorgenommen werden konnten. Ursache für die außerordentlich starke Vorbelastung des Reingewinns sind — wie Tabelle III zeigt — die Zinsen, Abschreibungen, Steuern und Soziallasten. Scheidet man Steuern und Soziallasten als einen gegebenen, von der Unternehmung nicht weiter zu beeinflussenden Faktor von der Berechnung aus, so bleibt die Feststellung, daß Zinsen und Abschreibungen insgesamt rd. 250 % der insgesamt zur Dividendenzahlung bereitzustellenden Summen erforderten (bei der U.S. Steel Corp. für denselben Zeitraum rd. 106 %). Dabei überstiegen die Zinsen des letzten Jahres bereits um ein weniges die 4%ige Dividende auf das Aktienkapital. Aus alledem ist erkennbar, wie ungemein gering — abgesehen von sonstigen Gründen — für die Vereinigten Stahlwerke die Aussicht ist, jemals wieder neues Eigenkapital heranziehen zu können, und wie außerordentlich teuer die Ertragserzielung bezahlt werden mußte. Die erschreckende Höhe der Abschreibungsbeträge gegenüber den Reinbeträgen legt die besondere Frage nach den Beziehungen zwischen Anlagenbewertung und Anlagenproduktivität nahe. Das Mißverhältnis zwischen aufzubringenden Abschreibungen und erzielten Reinerträgen[47]) läßt es zweifelhaft erscheinen, ob überhaupt eine Bemessung der Abschreibungsrate nach der materiellen Wertminderung der Anlagen bzw. eine Bewertung der Anlagen nach den für sie aufzuwendenden Beschaffungskosten angebracht ist, ob nicht vielmehr die Ausnutzung der Produktionskapazität für die Bewertung entscheidend sein muß. Diesem Problem, das auch in der Presse Gegenstand mancher Erörterung war, widmet Alexander Bentheim[48]) einen beachtenswerten Aufsatz. Er macht darin geltend, daß die Argumentation Vöglers[49]), von einer Ueberkapitalisierung könne — neben anderen Gründen — schon deshalb nicht gesprochen werden, weil mit den 800 Mill. RM. des Aktienkapitals noch nicht zwei Drittel der heutigen modernen Bergwerksanlagen des Stahlvereins neu hergestellt werden könnten, nicht stichhaltig sei. Maßgebend für den Wert der Anlagen sei lediglich die Rentabilität, und zwar nicht diejenige der Jahre 1927—1929; die Unternehmung habe den Irrtum begangen, die Beschäftigung zur Zeit der Hochkonjunktur nicht nur als normale anzusehen, sondern ihren Produktionsapparat darüber hinaus derart zu erweitern, daß die Produktionskapazität selbst zu dieser Zeit nur zu zwei Dritteln ausgenutzt werden konnte. Die Folge sei die zu starke Belastung des Ertrags mit Abschreibungen und Zinsen; der einzige Weg zur Sicherung der fortlaufenden Zinszahlungen und Abschreibungen bestehe in der Korrektur der Anlagenwerte durch Kapitalreduktion. —

Diese Ansicht ist ohne Zweifel richtig. An ihrer Gültigkeit kann auch die Tatsache nichts ändern, daß der sichtbare Neuzugang an Anlagen ganz aus den in Form der Abschreibungen

---

47) Abschreibungen f. d. Zt. vom 1. 4. 1926 — 30. 9. 1930 177 % der in dieser Zeit erzielten Erträge; bei der U.S. Steel-Corp. Abschreibungen in der Zeit vom 1. 1. 1926 — 31. 12. 1930 50 % der erz. Erträge.

48) „Der Deutsche Oekonomist" Nr. 44 vom 6. 11. 1931.

49) Generalversammlung im Geschäftsjahr 1930/31.

zurückgestellten Reinerträgen finanziert werden konnte und folglich im Endergebnis für ihn das langfristige Fremdkapital nicht in Anspruch genommen wurde, es sei denn als Ueberbrückungskredit. Diese Finanzierung der Anlagen aus den Abschreibungen bewirkte zwar formell noch keine Ueberexpansion, sondern nur eine Werterhaltung, wohl aber materiell, und zwar aus folgenden Gründen: Wie oben angegeben wurde, war die Produktionskapazität bereits im ersten vollen Geschäftsjahr nur noch zu zwei Dritteln ausgenutzt; das läßt den Gegenwert für die Einbringung der Werksanlagen, für den im wesentlichen doch die Kohlenförderung und Eisenerzeugung maßgebend war[50]), rückblickend als zu hoch erscheinen. Diese Ueberbewertung der übernommenen Anlagen hatte automatisch überhöhte Abschreibungslasten im Gefolge, sodaß praktisch ein Teil der Abschreibungen zu Reserven wurde, und damit nicht nur eine Werterhaltung, sondern eine Werterhöhung finanzierte, bzw. auf eine Beseitigung der Anlagen-Ueberwachung hinwirkte[51]). Jedenfalls wurden die zurückbehaltenen Reinerträge dadurch verstärkt den Anlagen zugeführt, und es darf außerdem nicht vergessen werden, daß die stillen Reserven ebenfalls in Richtung einer Anlagenerweiterung wirkten. — Diese Anreicherung der Anlagen und ihre anfängliche Ueberbewertung bewirkten im Zusammenhang mit einer nur zu zwei Dritteln ausgenutzten Produktionskapazität eine besonders hohe Vorbelastung des Ertrags mit Abschreibungen und der Produktion mit fixen Kosten, die sich durch die hohen Zinslasten noch steigerten und besonders fühlbar machten. Daß derartig hohe Zinslasten entstanden oder — mit anderen Worten — eine derart umfangreiche Aufnahme von Fremdkapital notwendig wurde, hatte einmal seine Ursache in der Konzentration der einbehaltenen Reinerträge auf Sachwerte und dem daraus folgenden Mangel an Betriebskapital, der — angesichts der damaligen Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt — nicht durch Heranziehung von Eigenkapital beseitigt werden konnte, lag aber im wesentlichen schon in der Konstruktion des Konzerns selbst begründet, wie folgende Tatsachen zeigen: Zunächst einmal begannen die Vereinigten Stahlwerke ihre Tätigkeit ohne jegliche flüssigen Mittel; an Umlaufsvermögen waren nur Warenbestände in Höhe von 203 Mill. RM. vorhanden. Die Folge war die Notwendigkeit, zur vorläufigen Finanzierung der Betriebstätigkeit einen Bankkredit in Höhe von 118 Mill. RM. aufzunehmen. Dazu kam, daß bereits bestehende — zum Teil spätestens am 1. 1. 1930 rückzahlbare — Anleihen von insgesamt 149 Mill. RM. übernommen wurden, und die Uebereignung der Warenbestände ebenfalls eine in 5 Jahren zu bezahlende Verpflichtung an die Gründergesellschaften in Höhe von 100 Mill. RM. begründete. Insgesamt, d. h. mit Einschluß des Bankkredits, bestanden demnach schon die Anfangskapitalien zu 34 % aus fremden Mitteln, und zwar solchen, die eine baldige Konsolidierung erforderlich und damit eine Aufnahme langfristigen

---

[50]) Geschäftsbericht vom Jahre 1926.

[51]) Die im Vergleich zum Reinertrag derartig hohen Abschreibungen, die die Stellung des Aktionärs so erheblich schwächten, waren damit nichts anderes als ein nachträglicher Tribut für die Ueberbezahlung der von ihm eingebrachten Anlagen.

Fremdkapitals zwangsläufig notwendig machten, bevor noch der Konzern seine Tätigkeit überhaupt aufgenommen hatte. Diese unvorsichtige Gründungsfinanzierung ist zum mindesten mitverantwortlich für die hohe Vorbelastung des Ertrags mit Zinszahlungen. Wie schwierig die Situation war, die für die Unternehmung aus den hohen Zinszahlungen erwuchs, geht auch aus Tabelle IV, Seite 18 hervor, aus der ersichtlich ist, daß vom Jahre 1927 ab die Zinsen auf das Fremdkapital höher waren als der mit seiner Hilfe anteilig erarbeitete Ertrag, also ein finanzieller Verlust entstand. Die Differenz mußte aus dem mit Hilfe des Eigenkapitals anteilig erarbeiteten Gewinn gezahlt werden und senkte entsprechend den Ertrag auf das Eigenkapital. Bei einem Sinken des Ertrags auf 15 Mill. RM. würde — bei unvermindertem Fremdkapital — bereits die Hälfte des Ertrags durch den finanziellen Verlust aufgezehrt werden[52]).

Inwieweit der Wertansatz für die Beteiligungen ebenfalls für das Mißverhältnis zwischen Ertrag und fixen Kosten verantwortlich zu machen ist und einer Korrektur bedarf, läßt sich wegen der nicht getrennten Ausweisung von Fabrikations- und Beteiligungsertrag nicht bestimmen. Dasselbe gilt von dem Warenbestand, der sich im Geschäftsjahr 1929/30 gegenüber dem Vorjahr um rd. 80 Mill. erhöhte infolge der durch die Krise verursachten Absatzstockung[53]).

Tabelle III. in 1000 RM.

Geschäftsjahr	Zur Dividendenzahlung verfügbarer Reingewinn	Dividenden auf das Stammaktienkapital	Stammdividende in % d. St. Akt. Kapit.	Dividenden in % des Reingewinns	Nicht ausgeschütteter Reinertrag[1])	Belastung des Bruttoertrages mit: Zinsen	Abschreibung.	Steuern u. Sozialla sten	Rohüberschuß	Umsatz[3])
30.9.										
1926	26 457	24 000	3	90,7	+2408	11 641[2])	26 136	42 191	94 785	1417 330
1927	50 536	48 000	6	95,0	+2209	29 207	85 461	115 194	280 398	1417 330
1928	47 824	48 000	6	100,4	— 442	34 589	86 820	119 879	289 172	1437 690
1929	48 530	48 000	6	98,9	+ 203	34 034	83 524	118 670	284 758	1445 030
1930	31 284	32 000	4	102,3	— 864	33 657	80 753	116 512	262 06	1252 530
Insgesamt	204 631	200 000			+3514	143 128	362 694	512 446	1211 319	
Durchschnitt			5	97,4						

1. Die Differenz zwischen den zur Dividendenzahlung verfügbaren Reingewinnen einerseits und der Summe von Dividenden und nichtausgeschütteten Reingewinnen andererseits besteht in der Vergütung an den Aufsichtsrat. — Die nichtausgeschütteten Reingewinne setzen sich zusammen aus dem in der Zeit von 1926 bis 1930 angesammelten Gewinnvortrag in Höhe von 3,508,330 RM. und der gesetzlichen Rückstellung des Jahres 1926 in Höhe von 6000 RM.
2. Die Zinsen für das erste Geschäftshalbjahr wurden auf Grund der Anleihebeträge errechnet; sie sind in der Gewinn- und Verlustrechnung des Jahres 1926 nicht veröffentlicht.
3. Die Umsatzziffern wurden einer Aufstellung der „Frankfurter Ztg." vom 14. 10. 1930 entnommen; sie enthalten nur den Umsatz an Fremde, nicht den zwischen den einzelnen Abteilungen und Konzernwerken.

---

[52]) S. Tab. IV: 3,74 % — 1,87 % = 1,87 %.

[53]) Geschäftsbericht vom Jahre 1929/30.

Einfluß der Anleihekosten auf die Gewinngestaltung.

Tabelle IV. In 1000 RM.

Geschäftsjahr	Aktienkapit.	Anleihen	Gesamtkapit.	Gewinn vor Abzug der Zinsen	in % d. Ges.-Kapitals	Zinsen für das Fremdkapital	Reingewinn des Aktienkapitals	in % d. Akt.-kapitals	Davon rein finanziell verdient	Finanzieller Gewinn in % des Aktienkapitals	Finanzieller Verlust bei Berücksichtigung des Disagios
30.9.											
1926	462 500	142 092	604 592	38 099	6,3	11 641	26 457	6,6	+1 257	+0,30	1,0
1927	800 000	427 500	1227 500	82 145	6,7	29 207	52 938	6,6	— 662	—0,08	1,0
1928	800 000	521 000	1321 000	87 085	6,6	34 589	52 496	6,6	— 304	—0,04	0,7
1929	800 000	511 000	1311 000	86 733	6,6	34 034	52 699	6,6	— 101	—0,01	1,1
1930	800 000	501 000	1301 000	69 313	5,3	33 657	35 656	4,5	—6 744	—0,80	—

Anmerkung zu der Art der Berechnung: Da die Zinsen für 1927 bis 1930 in der Gewinn- und Verlustrechnung angegeben sind, wurden die Anleihebetrbäge auf dieser Basis annähernd berechnet. Eine genaue Berechnung war nicht möglich, da die Tilgungsdaten nicht bekannt sind. Für das erste Geschäftshalbjahr 1926 fehlte in der Gewinn- und Verlustrechnung auch die Angabe über die Höhe der Zinsbeträge; sie wurden auf Grund der Anleihebeträge berechnet (alte Anleihen und Genussscheine für ein halbes Jahr, neue Anleihen für ein viertel Jahr). Die Kapitalien des ersten Geschäfts-H a l b jahres sind nur relativ zu werten; um einen Vergleich der Ergebnisse zu ermöglichen, wurden sie auf der Grundlage des Faktors Zeit umgerechnet. Der Kapitaldienst für die Genussscheine wurde unter den „Zinsen für das Fremdkapital" angesetzt, weil die Zahlung nicht aus dem Reingewinn erfolgte.

Kapitel 3:

Gliederung des Kapitals.

Tabelle V. In 1000 RM.

Geschäftsjahr	Aktienkapital[1]		Reserven[2]		Langfrist. Verbindlichkeiten[3]		Kurzfrist. Verbindlichkeiten[4]		Reingewinn		Berichtigungsposten[5]		Gesamtkapital	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1. 4.														
1926	925 000	66	79 994	6	285 584	21	31 880	2	—	—	75 260	5	1 397 718	100
30.9.														
1926	925 000	50	86 109	4	571 939	31	118 386	7	26 457	1	124 780	7	1 852 671	100
1927	800 000	38	88 671	4	739 665	36	176 888	9	50 536	2	217 216	11	2 072 976	100
1928	800 000	38	90 976	4	665 430	33	184 987	9	47 884	2	298 088	14	2 087 365	100
1929	800 000	37	90 889	4	646 034	30	182 969	9	48 530	2	377 370	18	2 145 792	100
1930	800 000	35	91 464	4	673 155	30	231 261	10	31 284	1	446 721	20	2 273 885	100

1. Aktienkapital (800 Mill. RM.); Genussscheine (125 Mill. RM. für die Zeit vom 1. 4. 1926 bis 30. 9. 1927).
2. Gesetzliche Rücklage (79,99 — 80 Mill. RM.); Wohlfahrtsfonds und Unterstützungskassen, Gewinnvortrag.
3. Anleihen (149 — 514 Mill. RM.); aufgewertete Anleihen und Hypotheken 24 — 10 Mill. RM.); sonstige Passivhypotheken (1,2 — 0,21 Mill. RM.); langfristige Verpflichtungen (100 — 165 Mill. RM.); Bankschulden (13 — 35 Mill. RM.).
4. Warenschulden und sonstige kurzfristige Verpflichtungen, Akzepte, Rembourskredite (32 — 157 Mill. RM.); Sparguthaben von Werksangehörigen (— 17 Mill. RM.); Anzahlungen der Kundschaft (3 — 13 Mill. RM.);

rückständige Löhne, soziale Beiträge und Lohnsteuern (— 24 Mill. RM.); noch nicht abgehobene Dividende, Anleihezinsen und ausgeloste Anleihestücke (— 2 Mill. RM.).

5. Abschreibungen auf Werksanlagen (— 363 Mill. RM.); Rückstellungen für Ofenerneuerung, Bergschäden, schwebende Prozesse, noch nicht abgerechnete Verpflichtungen (75 — 106 Mill. RM.).

Tabelle VI.

Beziehungsgrößen (%)	1. 4. 1926	30. 9. 1926	30. 9. 1927	30. 9. 1928	30. 9. 1929	30. 9. 1930	Durchschnitt
Eigenkap. zu Fremdkap. (100	317	146	97	105	107	99	145
Kurzfr. Verbindl. zu langfr. Verbindl. (100)	11	21	24	28	28	34	24
Eigenkap. zu kurzfr. Verbindlichkeiten (100)	3152	854	500	482	487	385	977
Eigenkap. zu langfr. Verbindlichkeiten (100)	352	177	120	130	138	132	175

Aus Tabelle V ist ersichtlich, daß die den Kapitalaufbau des Konzerns entscheidenden Faktoren zeitlich auf die Jahre 1926/27 entfielen, und sachlich durch ein ungemein starkes Anwachsen des Fremdkapitals und der als Berichtigungsposten zusammengefaßten Kapitalsummen gekennzeichnet sind. Unter der Annahme, daß sich unter den Berichtigungsposten ebenfalls noch kurzfristige Verbindlichkeiten verbergen, kann man sagen, daß die Kapitalsumme des Jahres 1930 ungefähr 50 % Fremdkapital enthält. Läßt man die Berichtigungsposten, unter denen sich ja doch zur Hauptsache Abschreibungen befinden, vollkommen außer Betracht, so stellen lang- und kurzfristige Verbindlichkeiten im Jahre 1930 genau 50 % der Bilanzsumme, und die Bilanz des Konzerns ist damit der einer Hypothekenbank nicht mehr sehr unähnlich. Die damit geschaffene Lage ist umso ernster zu beurteilen, als die kurzfristigen Verbindlichlichkeiten besonders stark erhöht wurden, den langfristigen Verpflichtungen gegenüber progressiv stiegen — wie Tabelle VI zeigt — und im Jahre 1930 mit einem Anteil von 10 % der Bilanzsumme bereits 2½ mal so groß waren wie die Reserven[54]). Die Funktion der Reserven wird damit vollkommen illusorisch; dies umsomehr, als sie sowohl mit dem Zuwachs des Gesamtkapitals wie auch mit der Ausweitung des Fremdkapitals nicht im entferntesten Schritt hielten. Die Verschlechterung der Lage des Aktienkapitals, — die in Kapitel 2 bereits unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität hervorgehoben wurde — zeigt sich hier auch vom vermögensrechtlichen Standpunkt[55]). Während das Aktienkapital zur Zeit der Konzerngründung noch rd. zweidrittel der Gesamtkapitalien ausmachte, war seine Stellung im Jahre 1930 bereits so weit durch vorgelagerte Fremdkapitalien eingeengt, daß es nur noch auf das

[54]) Bei der U.S. Steel-Corp. betrugen die kurzfristigen Verbindlichkeiten 1930 rd. 1/8 der Reserven.

[55]) s. auch z. Vgl. die Kurse der Stahlwerks-Aktien:

	Niedrigstkurs:	Höchstkurs:
1926	130 %	159 5/8 %
1927	95 %	164 3/4 %
1928	90 ½ %	109 3/4 %
1929	89 %	121 3/4 %
1930	56 ½ %	107 ¼ %

letzte Drittel des stark gesteigerten Gesamtvermögens-Anspruch erheben konnte. Wie stark die Expansionstendenz der Unternehmung war, zeigt die Zunahme des Gesamtkapitals (um rd. 63 %) um rd. 876 Mill. RM. in einem Zeitraum von 4½ Jahren.

Kapitel IV.

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle VII. In 1000 RM.

Geschäftsjahr	Anlagen 1.		Beteiligungen u. Wertpapiere 2.		Umsatzvermögen 3.		Gesamtvermögen	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1. 4. 1926	1 077 704	77	116 774	8	203 240	15	1 397 718	100
30. 9. 1926	1 170 757	63	199 804	11	482 110	26	1 852 671	100
1927	1 231 954	60	295 644	14	545 378	26	2 072 976	100
1928	1 362 526	65	266 322	13	458 517	22	2 087 365	100
1929	1 372 166	64	291 427	14	482 199	22	2 145 792	100
1930	1 439 331	63	320 223	14	514 331	23	2 273 885	100

1. Bergwerks- und Hüttenanlagen (vor Abzug der Abschreibungen); Patente, Lizenzen und sonstige Urheberrechte (1000 RM.).

2. Beteiligungen und Wertpapiere; verschhiedene Aktivhypotheken.

3. Warenbestände, Bankguthaben, Wechsel- und Scheckbestand, Kassen-, Reichsbank- und Postscheckbestand.

Tabelle VIII.

Beziehungsgrößen (%)	1. 4. 1926	30. 9. 1926	30. 9. 1927	30. 9. 1928	30. 9. 1929	30. 9. 1930	Durchschnitt
Eigenkap. zu fixen Kap. Anlagen (100). 1.	84	75	63	62	65	64	69
Langfr. Verbindl. zu fixen Kap. Anlagen (100).	24	43	52	47	47	48	43
Ges. langfr. Kap. zu fixen Kap. Anlagen (100).	108	118	115	109	112	112	112
Eigenkap. zu Anlagen (100.)	93	88	79	77	82	83	84
Ges. langfr. Kap. zu Anl. (100).	120	138	145	134	141	145	137
Die fixen Kap. Anl. überdeckendes ges. langfr. Kap. zu arbeitenden Kaiptal (100)2	56	71	66	56	62	67	63
Umsatzvermögen zu kurzfr. Verbindl. (100)	638	385	280	222	237	209	329
Arb. Kap. zu Anlagen (100)	16	29	26	17	11	17	19

1. Anlagen nach Abzug der Abschreibungen.
2. Umsatzvermögen nach Abzug des Reingewinns.

Absolute Verschiebungen im Vermögens- und Kapitalaufbau in der Zeit vom 1. 4. 1926 — 30. 9. 1930.

Vermögen			Kapital		
Anlagen[1])		— 1 067			
Beteil. u. Wertp.		+ 203 449	—		Aktienkap.
Umsatzvermögen:			— 125 000		Genußsch.
Waren	+ 66 445		+ 11 470		Reserven
Forder.	+ 163 047				Langfr. V.:
Bank[1])	+ 38 804			+ 345 196	Anl.
Wechsel				— 13 940	Anl.
u. Scheck	+ 10 587				Aufgew.
Kasse	+ 924	+ 279 807		+ 206	Hyp.
				+ 45 647	Lfr.
					Verpfl.[2])
			+ 387 571	± 10 462	Banksch.
			+ 199 381		Kurzfr. V.[3])
			+ 8 767		Rückst. f.
					Ofenerneuer.
		+ 482 189	+ 482 189		usw.

1. Nach Abzug der Abschreibungen von den Anlagen und des Reingewinns (für das Geschäftsjahr 1929/30) von dem Bankguthaben.
2. Da die Gründergesellschaften den Gegenwert nur auf 5 Jahre gestundet haben, so ist zum mindesten ein Teil der „langfristigen Verpflichtungen" im Geschäftsjahr 1929/30 bereits kurzfristiger Art. S. auch Seite 12.
3. Eine Detaillierung der kurzfristigen Verpflichtungen wäre hier zwecklos, da die mangelnde Publizität, die in der bilanzmäßigen Zusammenfassung von Warenschulden und sonstigen kurzfristigen Verpflichtungen zum Ausdruck kommt, einen genaueren Einblick verwehrt.

Sieht man von der Gründungsbilanz ab, deren Struktur infolge des geringen Umlaufvermögens natürlich von der der späteren Abschlußbilanzen nicht unerheblich abweicht, so bleibt nach Tabelle VII festzustellen, daß im großen ganzen der Vermögensaufbau eine erhebliche Konstanz aufweist, daß also die zur Verfügung stehenden Kapitalien Jahr für Jahr in ziemlich demselben Verhältnis auf die drei hier gebildeten Vermögenskategorien verteilt wurden, und nicht etwa das Anlagevermögen — wie man vielleicht anzunehmen geneigt sein könnte — eine bevorzugte Finanzierung erfuhr und damit eine Illiquidität im Vermögensaufbau herbeiführte. Im Gegenteil, kürzt man nämlich die Abschreibungen von den Anlagen und von der Bilanzsumme, so bleibt das prozentuale Verhältnis der einzelnen Vermögenskategorien für den 30. 9. 1926 zwar das gleiche, ändert sich aber für den 30. 9. 1930 dahin, daß auf die Anlagen 56 %, auf die Beteiligungen 17 % und auf das Umsatzvermögen 27 % entfallen. Diese Tatsache unterstreicht von einem anderen Gesichtspunkt aus nochmals die schon in Kapitel 2 gewonnene Erkenntnis, daß — absolut gesehen — eine Ueberexpansion der Anlagen nicht gegeben ist, daß dagegen die Erweiterung der Interessensphäre durch Einflußnahme auf verwandte Unternehmungen keine geringe war.

Gehen wir zur Betrachtung der Tabelle VIII über, so zeigt sich auch hier die nicht gerade erwartete Tatsache, daß die üb-

lichen Finanzierungsgrundsätze im wesentlichen nicht außer Acht gelassen wurden: die fixen Kapitalanlagen waren stets reichlich durch langfristig aufgenommenes Kapital gedeckt[56]), und auch die arbeitenden Mittel zeigen gegenüber dem Anlagevermögen keine ungünstige Entwicklung. Kritik konnte allerdings an dem Tatbestand einsetzen, daß das arbeitende Kapital sich nur zum Teil als langfristig fundiert erwies und im übrigen aus den in ihrem Charakter nicht eindeutig zu erkennenden Rückstellungen finanziert wurde; ferner auch an der Erscheinung, daß die Liquidität sich (mit Ausnahme der Geschäftsjahres 1928/29) ständig verringerte und endlich an der Tatsache, daß hinter den fixen Kapitalanlagen in steigendem Umfange Fremdkapital und in sinkendem Maße Eigenkapital stand.

Tabelle IX gibt noch einmal einen Einblick in die bereits in anderem Zusammenhang besprochenen Verhältnisse, und zwar vor allem in die ausschließliche Finanzierung mit Fremdkapital, deren Bedeutung noch durch den Rückgang des Eigenkapitals verstärkt wird, und außerdem in die starke Zunahme des Umsatzvermögens und der Beteiligungen und Wertpapiere. Die hohe absolute Zunahme sowohl der kurzfristigen Verbindlichkeiten wie auch des Umsatzvermögens darf in ihrer Bedeutung für die Expansion des Konzerns nicht überschätzt werden, da sie nur die Aufnahme der Betriebstätigkeit widerspiegelt. Betrachtet man das Umsatzvermögen als in der Hauptsache durch die kurzfristigen Verbindlichkeiten finanziert, so zeigt sich, daß die Anleihen im Endeffekt die Steigerung des Besitzes an Beteiligungen und Wertpapieren ermöglicht haben; an solchen Beteiligungszugängen, die vor allem in den Jahren 1926/27 erheblich waren, werden besonders erwähnt[57]) die Aktien der Charlottenhütte, der Concordia-Bergbau A.G., Oberhausen, die der Mitteldeutschen Stahlwerke A.G., Berlin, der Deutschen Edelstahlwerke A.G., Bochum, der Linke-Hofmann-Werke A.G., Berlin, der A.G. für Kohleverwertung, Essen, und die Geschäftsanteile der Vereinigten Holzgesellschaften m.b.H., Essen. Der Ankauf von Kassaeffekten zur vorübergehenden Anlage verfügbarer Betriebsmittel wird nur für das Geschäftsjahr 1928/29 unter den Beteiligungen und Wertpapieren angegeben. Darüber, ob und in welchem Umfange in diesem Posten durch Rückkauf eigener Obligationen für die spätere Rückzahlung des Fremdkapitals bereits Vorsorge getroffen ist, wird in den Verwaltungsmitteilungen nichts ausgesagt.

Abschließende Zusammenfassung.

Die am 14. 1. 1926 gegründeten Vereinigten Stahlwerke umschlossen die Werksanlagen und sonstigen Vermögensgegenstände der Rhein-Elbe-Union-Gruppe, der Thyssen- und Phönix-Gruppe und von Rheinstahl. Die Gründergesellschaften, deren Aktien in Händen des Publikums blieben, wurden mit Stammaktien in Höhe von nom. 800 Mill. RM. (Kurs 110 %) und Genussscheinen in Höhe von nom. 125 Mill. RM. abgefunden. — Die Uebernahme von zum Teil in wenigen Jahren fälligen Anleihen der Gründergesellschaften

[56]) Dies umsomehr, als sich unter den fixen Kapitalanlagen auch die Wertpapiere befinden, die in den Bilanzen leider nur in einer Summe mit den Beteiligungen ausgewiesen werden.

[57]) S. Geschäftsberichte.

in Höhe von insgesamt nom. 149 Mill. RM., eine aus der Uebereignung eines Teiles des Warenlagers entstehende in 5 Jahren fällige Schuld in Höhe von nom. 100 Mill. RM. und die infolge Fehlens jeglicher Betriebsmittel notwendig werdende Aufnahme einer Bankschuld in Höhe von ca. 118 Mill. RM. bewirkten, daß die Anfangskapitalien bereits zu 34 % aus Fremdkapitalien bestanden, die eine baldige Konsolidierung erforderten. Die wichtigsten Finanz-Transaktionen des Konzerns konzentrierten sich denn auch zeitlich auf die ersten 1½ Jahre nach der Gründung und sachlich vor allem auf die Aufnahme langfristiger Anleihen, und zwar in Höhe von nom. rd. 71 Mill. $ in den Vereinigten Staaten und in Höhe von 126 Mill. RM. in Deutschland, Holland, der Schweiz und Schweden. Der Grund- und Bergwerksbesitz ist bis zu der von den Geldgebern gezogenen Grenze von 440 Mill. RM. belastet. Auch die kurzfristigen Verbindlichkeiten erfuhren eine besonders im Geschäftsjahr 1929/30 nicht mehr mit dem Umfang der Umsatztätigkeit in Einklang zu bringende Ausweitung und enthielten außer den betrieblich verursachten Verpflichtungen noch finanziell bedingte, so z. B. eine Schuld des Konzerns an die Gründergesellschaften, die aus der Rückforderung der Genussscheine (verursacht durch eine Anleihebedingung des Bankhauses Dillon, Read & Co.) erwuchs, außerdem eine Schuld an die Phönix-Verwaltung von ca. 40 Mill. RM., die den Gegenwert für den dem Konzern von den Phönix-Werken zur Verfügung gestellten Erlös aus der Holland-Anleihe darstellt. — Da das Aktienkapital in der Zeit vom 1. 4. 1926 bis 30. 9. 1930 keine Zunahme erfuhr, die Reserven die gesetzlich vorgeschriebene Mindesthöhe von hier 80 Mill. RM. nur um rd. 11 Mill. überschritten und die Genussscheine in Höhe von 125 Mill. RM. vollständig verschwanden, die langfristigen Verbindlichkeiten dagegen saldenmäßig um rd. 388 Mill. RM. und die kurzfristigen Verbindlichkeiten um 199 Mill. RM. stiegen, so ergab sich eine Umschichtung des finanziellen Gefüges, die die Bilanz vom 30. 9. 1930 mit einem Anteil von 50 % an der nach Abzug der Abschreibungen um 37 % gestiegenen Gesamtsumme der einer Hypothekenbank sehr ähnlich werden ließ und die Qualität des Aktienkapitals vom vermögensrechtlichen Standpunkt aus stark verschlechterte. —

Die nach der inneren Konsolidierung (Tilgung von Bankschulden, Rückzahlung der Thyssen-Anleihe usw.) oben erwähnten Neuzugnäge an Fredmkapital von insgesamt rd 482 Mill. RM. wurden letzten Endes mit rd. 279 Mill. RM. zur Vergrößerung des Umsatzvermögens und mit rd. 203 Mill. RM. zur Erweiterung der Interessensphäre durch Angliederung verwandter Unternehmungen benutzt. Die Anlagen dagegen blieben infolge der beinahe völligen Uebereinstimmung der Abschreibungssummen mit den buchmäßigen Neuzugängen absolut gesehen auf dem alten Stand, nicht jedoch im Rahmen der gesamten Vermögensstruktur. Geht man von der ersten vergleichbaren Bilanz aus, nämlich von der des 30. 9. 1926, so zeigt sich, daß die Anlagen um 7 % auf 56 % (nach Abzug der Abschreibungen) sanken, während die Beteiligungen — auf Grund ihrer starken absoluten Zunahme — um 6 % auf 17 % des Gesamtvermögens stiegen und das Umsatzvermögen im wesentlichen denselben Raum einnahm (Steigerung um 1 %).

Der durch Art und Verwendung des Neukapitals geschaffene qualitative Aufbau des Konzerns widerspricht nicht den im allge-

meinen zu beachtenden Finanzierungsgrundsätzen, denn die gesamten fixen Kapitalanlagen und durchschnittlich 63 % der arbeitenden Mittel waren durch langfristiges Kapital finanziert; hinter den restlichen 37 % standen die in ihrem Charakter nicht eindeutig bestimmbaren Rückstellungen für Ofenerneuerung, Bergschäden usw.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn betrug durchschnittlich jährlich nur 5,7 % des Aktienkapitals; er wurde mit durchschnittlich 97,4 % den Aktionären als Dividende zugeführt und erreichte in den zu betrachtenden 4½ Jahren ungefähr 25 % des Aktienkapitals. Die Zahlung einer solchen Vergütung für das Aktienkapital — so wenig übertrieben sie, absolut gesehen, in ihrer Höhe sein mag — bedeutete relativ die vollständige Nichtachtung der Reservebedürfnisse eines derart stark wachsenden Konzerns. Ein in so engen Grenzen sich bewegender Reinertrag, der zudem so gefährdet war, daß er bei einer Verringerung des Rohertrags nur um 17 % — gemessen an dem des Hochkonjunkturjahres 1928 — bereits den Nullpunkt erreichen mußte, war die Folge einer außerordentlich starken Vorbelastung mit Zinsen und Abschreibungen (dazu Steuern und Soziallasten), waren diese doch für die betrachtete Zeit insgesamt 2½ mal so hoch wie die Gesamt-Reinerträge, und die Zinsen auf das Fremdkapital vom Jahre 1927 ab allein höher, als der mit seiner Hilfe anteilig erarbeitete Ertrag. Dieses Mißverhältnis zwischen Kapitalnutzen und Kapitalkosten ist wohl zur Hauptsache aus der selbst zur Zeit der Hochkonjunktur nur zu Zweidrittel möglichen Ausnutzung der Produktionskapazität zu erklären, was rückblickend auch den Wertansatz für die von den Gründergesellschaften übernommenen Produktionsstätten als in jedem Fall zu hoch erscheinen läßt; zumal der Zugang auf Anlagenkonto in den späteren Jahren bilanzmäßig nicht über die Gesamtsumme der Abschreibungen hinausging, wenn er auch — materiell gesehen — durch die Anpassung der Abschreibungen an den überhöhten Anfangs-Buchwert der Anlagen und durch die wahrscheinlich vorgenommene Verbuchung von Neuzugängen als Unkosten, eine Anreicherung des Anlagenbesitzes bedeutete.

Diese relative Anlagenexpansion auf der einen Seite und die Konstruktion der Gründungsbilanz mit ihrer Ueberbewertung der Anlagen und damit der Verwässerung des Aktienkapitals und daneben auch mit ihrem nicht unbeträchtlichen der Konsolidierung bedürfenden Fremdkapital sind demnach wohl zur Hauptsache für die Gefährdung des Reinertrags durch zu hohe fixe Kosten verantwortlich zu machen.

Die Mängel, die sich hier zeigen, sind also weniger solche, wie sie üblicherweise in der Finanzierungsliteratur behandelt werden, wie etwa Inkongruenz zwischen Kapitalart und Kapitalverwendung, Spannungen im Vermögensaufbau, Liquiditätsschwierigkeiten usw.; vielmehr handelt es sich hier infolge der Ueberschätzung der Absatzmöglichkeiten und daneben wahrscheinlich auch des Nutzens der Angliederungen (der Beteiligungsertrag wird nicht gesondert ausgewiesen) um eine Konzernfehlpolitik, die sich in einer zu umfangreichen Bereitstellung von Vermögenswerten äußert. Diese Ueberexpansion, die die Qualität des Eigenkapitals stark herabmindert, und die Bezahlung der fixen Kosten gegebenenfalls in Frage stellen kann, kann nur durch Zurückführen der Vermögenswerte von dem

für sie gezahlten Preis auf die von ihnen gewährte Nützlichkeit — also vom Kostenwert auf den Ertragswert — beseitigt werden[58]).

II. I. G. Farbenindustrie A.-G.

Vorbemerkung.

Die ersten Ansätze zu der im Jahre 1925 in der chemischen Großindustrie einsetzenden Fusionsbewegung waren bereits im Jahre 1904 gegeben, und zwar durch die Interessengemeinschaften, die einerseits die Höchster Farbwerke und die Firma Leopold Cassella & Co., G.m.b.H., andererseits die Badische Anilin- und Sodafabrik und die Elberfelder Farbenfabriken miteinander eingingen. Diese Interessengemeinschaften, bei denen Poolung der Gewinne vereinbart wurde, bezweckten bei manchen Fabrikationszweigen eine gegenseitige Ergänzung bei manchen und einen Ausschluß der gegenseitigen Konkurrenz. Im Jahre 1916 wurden die beiden bestehenden Interessengemeinschaften zu einer einzigen zusammengeschlossen, um den nach dem Kriege zu erwartenden heftigen Konkurrenzkampf mit der erstarkten chemischen Industrie des Auslandes bestehen zu können. Dieser neuen Interessengemeinschaft traten noch einige weitere Unternehmungen bei, so die Chemische Fabrik Griesheim-Elektron und die Chemische Fabrik Weiler-ter Meer A.G. Die Fusion des Jahres 1925 ist auf die nach der Inflationszeit einsetzenden Rationalisierungsbetriebungen zurückzuführen; ihre Durchführung wurde dadurch erleichtert, daß die Personalfragen bei den verschiedenen Unternehmungen relativ günstig lagen. — Der Name der neugeschaffenen Unternehmung ist nicht besonders glücklich gewählt[59]). Denn weder kann bei Unternehmungen, die rechtlich und wirtschaftlich zu einer Einheit verschmolzen sind, noch die lose Bindung der Interessengemeinschaft gegeben sein, noch ist das Farbengeschäft gegenwärtig das wichtigste und das gewinnbringendste der Unternehmung. — Bei der Gründung umfaßte die I.G.-Farbenindustrie folgende Betriebe: Düngemittel- und Landwirtschaft; chemische Fabriken; elektro-chemische und metallurgische Fabriken; Steinkohle, Braunkohle, Oel, komprimierte Gase; Textilien[60]).

Kapitel I.

Quellen des Kapitals.

a) Aktienkapital.

Das Stamm-Aktienkapital in Höhe von 641,6 Mill. RM. und das Vorzugsaktienkapital in Höhe von 4,4 Mill. RM. verkörpern den Gegenwert für das Vermögen (einschl. sämtlicher Patente und des Auslandsbesitzes) folgender auf Grund des Fusionsvertrages vom

---

58) Die allgemeinen Folgerungen sind im Schlußkapitel ausgeführt.

59) Vgl. den englischen Ausdruck: German Dye Trust.

60) Sämtliche Daten der Vorbemerkung wurden entnommen: Liefmann, Rob.: „Kartelle, Konzerne und Trusts." Stuttgart 1927, S. 272, 308/9.

2. 12. 1925 zu der I.G. Farbenindustrie zusammengeschlossener Gesellschaften:[61])

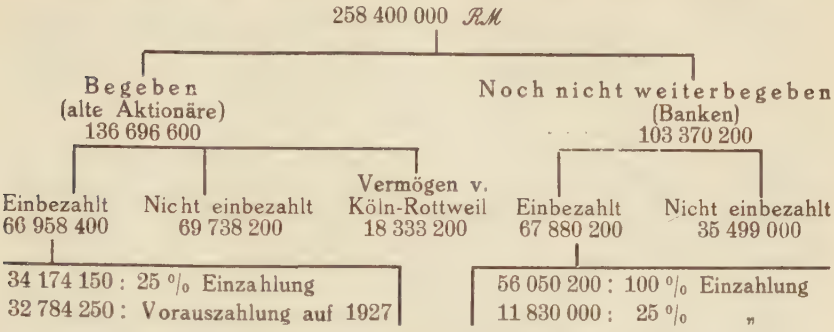
	Stammaktien	Vorzugsakt.
	Mill. RM.	
Badische Anilin- und Soda-fabrik (aufnehmende Gesellsch.)	176	1,20
Farbenfabriken vorm. Friedr. Beyer & Co., Leverkusen	176	1,20
Farbwerke vorm. Meister Lucius & Brüning, Höchst/Main.	176	1,20
Aktien-Gesellschaft für Anilin-fabrikation, Berlin.	57,6	0,40
Chem. Fabrik Griesheim-Elektron, Frankfurt a/M.	44	0,32
Chem. Fabriken, vorm. Weiler-ter-Meer, Uerdingen	12	0,08
I.G.-Farbenindustrie	641,6	4,40

Das Stammaktienkapital wurde im ersten Geschäftsjahr um 258,4 Mill. RM. auf 900 Mill. RM. erhöht; begeben wurden jedoch nur 136 696 600 RM. Aktien, die den Stammaktionären der I.G.-Farbenindustrie und einigen mit der Gesellschaft durch besondere Verträge verbundenen Gesellschaften zu 150 % angeboten wurden[62]). Die darauf mit 66 958 400 RM. geleistete Einzahlung setzte sich mit 34,17 Mill. RM. aus der 25%igen Rate, die bis zum 15. 11. 1926 fällig war[63]) und mit 32,78 Mill. RM. aus Vorauszahlungen auf die bis zum 15. 6. 1927 fällige 75%ige Restzahlung zusammen. — Weitere 18,33 Mill. RM. Stammaktien wurden zum Kurse von 228 % zur Durchführung des mit der Köln-Rottweil Aktien-Gesellschaft in Berlin geschlossenen Fusionsvertrages verwandt, deren Vermögen ab 1. 1. 1926 als Ganzes auf die I.G. überging[63]). Die nicht begebenen 103 370 200 RM. Aktien wurden von der Hausbank der I.G. Farbenindustrie, der Deutschen Länderbank, und einem unter Führung der Deutschen Bank stehenden Konsortium gezeichnet mit der Maßgabe, sie der Gesellschaft zum Einstandspreis (Nennwert) zur Verfügung zu halten, und zwar sollten diese Aktien bis auf 57,32 Mill. RM. zu etwaigen weiteren der I.G. auf Grund besonderer Interessengemeinschaftsverträge freistehenden Fusionen verwandt werden. Weitere 10 Mill. RM. Stammaktien waren für den Tausch in Aktien der Rheinischen Stahlwerke in Duisburg-Meiderich vorgesehen, die sich zum größten Teil als Vorratsaktien im Besitz der I.G. befanden. Die restlichen 47,32 Mill. RM. Stammaktien sollten der I.G. für etwaige weitere nicht näher bezeichnete Transaktionen zur Verfügung gehalten werden. Diese in einem Gesamtbetrage von 103,37 Mill. RM. von den Banken gezeichneten Aktien wurden mit 67,88 Mill. RM. (bis auf 75 % von 47,32 Mill. RM. = 35,49 Mill. RM.) eingezahlt. Folgende Tabelle gibt einen kurzen Ueberblick über die vorstehend gekennzeichneten Transaktionen:

---

[61]) Prospekt vom 7. 1. 1926.
[62]) Prospekt vom 5. 6. 1927.
[63]) Prospekt vom 5. 6. 1927.

258,4 Mill. RM. neue Stammaktien v. Geschäftsjahr 1926.



Das Stammaktienkapital-Konto des Geschäftsjahres 1927 weist außer der 75%igen Restzahlung auf die begebenen Stammaktien in Höhe von 69,74 Mill. RM. keine Aenderung auf. Im Jahre 1928 wuchsen dem Konto durch Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien 60 Mill. RM. zu, und zwar mit der 25%igen Einzahlung der Vorzugsaktien[64]). Diese 60 Mill. RM. zusammen mit den 47,32 Mill. RM. Aktien mit bisher unbekanntem Verwendungszweck wurden für den Umtausch der Teilschuldverschreibungen vom Jahre 1928 bereitgestellt und waren jederzeit nach Erfordernis vollzuzahlen[65]). Ueber die geringfügige Abnahme der nicht weiter-begebenen Aktien im Jahre 1929 insbesondere darüber, ob diese Verminderung mit dem Umtausch von Teilschuldverschreibungen im Zusammenhang steht, wurde von der Verwaltung keine Mitteilung gemacht. Das Konto des Jahres 1930 weist keine bilanzmäßig sichtbare Aenderung auf, obwohl das dividendenberechtigte Stammaktienkapital um 49,92 Mill. RM. abnahm[66]). Die Verwaltung gab dazu die Erklärung ab[67]), daß die außergewöhnlichen Kurseinbrüche an den Weltmärkten, unter denen auch die Aktien der Gesellschaft zu leiden hatten, die Leitung veranlaßt habe, die Versuche der Banken dieser Bewegung entgegenzuwirken im Interesse ihrer Aktionäre zu unterstützen. Außer den aus dieser Veranlassung übernommenen Aktien habe sie weitere größere Beträge von solchen Besitzern erworben, die dén Wunsch hatten, den Gegenwert in Aktien der I.G.-Chemie-A.G., Basel, anzulegen[68]). Der Besitz an eigenen Aktien in alter Rechnung (49,91 Mill. RM.) ist intern auf pari abgeschrieben worden. — Diese Transaktion wie auch den im Jahre 1929 getätigten Austausch von 293 200 RM. Obligationen gegen 146 600 RM. Aktien und den im Jahre 1930 durchgeführten Austausch von 65 000 RM. Obligationen gegen 32 500 RM. Aktien hat man bilanzmäßig nicht zum Ausdruck gebracht, wie überhaupt die Behandlung des Aktienkapital-Kontos dazu angetan ist, den Bilanzleser im Unklaren zu

---

64) S. z. Vergl. die Bilanzen.
65) Prospekt vom Mai 1928.
66) S. z. Vergl. Seite 37.
67) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.
68) S. z. Vergl. Seite 33/34.

lassen; darauf weist auch die „Frankfurter Ztg."[69]) mit folgender Bemerkung hin:

> „ . . . Es ist unbedingt erforderlich, daß über die Bewegung auf diesen . . . Konten regelmäßig eingehender und zahlenmäßiger Aufschluß erteilt iwrd; die Begriffe in der Aktienwelt dürfen sich nicht noch weiter verwischen . . ."

Das Vorzugsaktienkapital in Höhe von 4,4 Mill. RM.[70]) war mit hundertfachem Stimmrecht ausgestattet, sodaß den 641 600 000 Stimmen der 641 600 000 RM. Stammaktien 440 000 000 Stimmen der 4 400 000 RM. Vorzugsaktien gegenüberstanden. Das Verhältnis zwischen den Stammaktien- und dem Vorzugsaktien-Stimmrecht hat bei den einzelnen Gesellschaften nach den damaligen Satzungsbestimmungen bereits vor der Fusion bestanden. Zu der Aufrechterhaltung dieses Stimmrechtsverhältnisses gab die Verwaltung die Erklärung ab, daß die Gesellschaft es mit Rücksicht auf die großen nationalwirtschaftlichen Interessen, die in der I.G. Farben vereinigt sind, im Hinblick auf die Gefahr einer Ueberfremdung nach gewissenhafter Prüfung zur Zeit nicht für möglich hielt, das Stimmrecht der Vorzugsaktien abzuschwächen[71]). Diese Vorzugsaktien lauten auf Namen; sie befinden sich im Besitz der Leopold Cassella & Co., G.m.b.H. und sind nur mit Zustimmung der I.G.-Farbenindustrie übertragbar. Die Anteile der L. Cassella & Co. liegen zum Teil in Händen der I.G.-Farbenindustrie[72]). — Mit dem Jahre 1926 wurde eine neue Kategorie von Vorzugsaktien in Höhe von 160 Mill. RM. geschaffen und als Serie A bezeichnet. Diese Vorzugsaktien waren während des gesamten zu betrachtenden Zeitraumes mit 25 % eingezahlt, und zwar wurden sie mit 100 Mill. RM. gemeinsam von der Deutschen Bank und der Deutschen Länderbank A.G. und mit 60 Mill. RM. von der Deutschen Länderbank A.G. gezeichnet mit der Maßgabe, sie der Gesellschaft, zum Einstandspreis zur Verfügung zu halten[73]). Sie erhalten vor einer Ausschüttung auf die Vorzugsaktien Serie B und auf die Stammaktien eine 6%ige kumulative Dividende in Goldmark[73]) und sind für den Fall der Liquidation mit dem auf ihren Nennwert eingezahlten Betrag ebenfalls auf Goldmark gestellt. Dazu wurde in der Generalversammlung erklärt, man habe die neuen Vorzugsaktien mit obligationsähnlichem Charakter mit einer Goldsicherung ausgestattet, weil sie zum Teil an ausländische Freunde gegeben werden sollten[74]). Da jedoch bis zum Jahre 1928 — wie auch aus den Bilanzen ersichtlich ist — die Begebung dieser Aktien nicht vorgenommen worden war, benutzte man die Gelegenheit der erforderlichen Bereitstellung von 125 Mill. RM. Stammaktien als Optionsaktien für die neu ausgegebenen Teilschuldverschreibungen zur Verkleinerung dieser Gattung auf 100 Mill. Goldmark[75]); ihre Verwertung ist auch bis zum 31. 12. 1930 nocht nicht vorgenommen worden.

---

[69]) „Frankfurter Ztg." vom 7. 5. 1931.
[70]) S. z. Vergl. Seite 26.
[71]) Prospekt vom 6. 1. 1926.
[72]) Prospekt vom Mai 1928.
[73]) Prospekt vom 5. 6. 1927.
[74]) „Frankfurter Ztg." vom 1. 9. 1926.
[75]) „Frankfurter Ztg." vom 11. 12. 1927.

Die neuen Vorzugsaktien Serie B, die mit dieser Bezeichnung durch Erhöhung der ursprünglich vorhandenen um 35,6 Mill. RM. auf 40 Mill. RM. im Jahre 1926 in der Bilanz erschienen, wurden mit 35,475 Mill. RM. zum Nennwert unter 25 %iger Einzahlung von der Firma Leopold Cassella & Co. G.m.b.H., die bereits die 4,4 Mill. RM. alten Vorzugsaktien gleicher Serie besaß, gezeichnet[76]). Die restlichen neuen Vorzugsaktien in Höhe von 125 000 RM. wurden zwecks Durchführung der Fusion mit Köln-Rottweil ausgegeben[77]), aber ebenfalls von dem Konzern über die L. Cassella G.m.b.H. zurückerworben[78]). Die gesamten 40 Mill. RM. Vorzugsaktien Serie B sind auf eine mit Vorrecht vor den Stammaktien jedoch nach den Vorzugsaktien Serie A zu entrichtende Dividende von 3½ % des auf ihren Nennwert eingezahlten Betrages beschränkt und verfügen über zehnfaches Stimmrecht[78]). Damit scheint äußerlich eine Abschwächung des der Verwaltung zustehenden Stimmrechts vorzuliegen; eine nähere Betrachtung zeigt jedoch keine wesentliche Machtverschiebung: den 400 Mill. Stimmen der Vorzugsaktien Serie B, die praktisch von der Gesellschaft selbst gezeichnet sind, stehen die 900 Mill. Stimmen der Stammaktien gegenüber; rechnet man die 160 Mill. Stimmen auf die Vorzugsaktien Serie A, die sich ja ebenfalls in dem Machtbereich der Verwaltung befinden, zu den 400 Mill. Stimmen hinzu, so verfügt die Verwaltung über ca. 38 % des gesamten Aktienkapitals. Vor der Kapitalerhöhung vom Jahre 1926 war die Stimmenverteilung 440 : 642 = 40 % des Aktienkapitals.

Wie aus den Bilanzen hervorgeht, hat die Verwaltung es in den folgenden Jahren bei der Einzahlung von 25 % auf die Schutzaktien belassen.

Zusammenfassend sei festgestellt, daß die Verwaltung es vorzüglich verstanden hat, das an sich starre und für besondere finanzielle Manipulationen ungeeignete Aktien-kapital-Konto in den Dienst einer elastischen Finanzierungspolitik zu stellen, wobei allerdings dem Publizitätserfordernis nicht immer in genügendem Maße Rechnung getragen wurde. — Der Rahmen für eine umfassende Finanzierung durch Eigenkapital erwies sich im Laufe der Jahre auf Grund der besonderen Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt als zu groß. Die Unterbringung der 160 bzw. 100 Mill. RM. Vorzugsaktien Serie A im In- oder Ausland ist wohl als gescheitert zu betrachten. Ebenso wurden die von der Verwaltung zur Ausübung des Optionsrechts bereitgestellten Stammaktien nur in ganz geringem Umfange bezogen.

Eine Uebersicht über Art und Höhe der gesamten durch Aktienkapitalerhöhungen hereinkommenden Mittel sei angeschlossen:

Höhe der Aktienkapitalien	RM.
nach der Kapitalerhöhung	1 100 000 000
vor der Kapitalerhöhung	646 000 000
Kapitalerhöhung x	454 000 000

[76]) Prospekt vom 5. 6. 1927.
[77]) S. z. Vergl. S. 27.
[78]) Prospekt vom 5. 6. 1927.

Davon an:			
flüssigen Mitteln			
von den Aktionären	136 696 600		
„ „ Banken	107 880 200		
aus dem Konzern	8 868 750	253 445 550	
Sachkapitalien		18 458 200	
ausstehenden Beträgen			
von den Banken	155 490 000		
aus dem Konzern	26 606 250	182 096 250	454 000 000

x ohne Berücksichtigung der Agio-Beträge. Diese s. unter b).

b) Reserven:

Die gesetzliche Reserve von 104 027 823 RM. der ersten Bilanz erhöhte sich im Jahre 1926 um 69 127 170 RM. Diese Erhöhung setzt sich wie folgt zusammen:

	RM.
50 % Agio von 136 696 600 RM.[79])	= 68 348 300
128 % „ „ 18 333 200 „	= 23 466 496
	91 814 796
abzügl. der mit der Kapitalerhöhung verbundenen Unkosten und erst in den folgenden Jahren eingestellter Agiobeträge	22 687 626
	69 127 170

Die Zunahme der gesetzlichen Reserve im Jahre 1927 um 3 099 625 RM. ist vermutlich vollständig auf nachträglich verbuchte Agiobeträge zurückzuführen; die Erhöhung um 12 036 737 RM. im Jahre 1928 ebenfalls[80]). Im Jahre 1929 zeigte das Reservekonto eine Aufrundung auf 200 Mill. RM., die vollständig dem Reingewinn entstammte. Im Jahre 1930 wurde dem Konto kein weiterer Betrag zugeführt. Die Verbuchung der Agiobeträge aus den Umtauschaktien mit 278 540 RM. (95 % von 293 200 RM.) im Jahre 1929 und mit 58 500 RM. (90 % von 65 000 RM.) im Jahre 1930 scheint vernachlässigt worden zu sein.

Die Mittel, die über das Reservekonto in den Jahren 1925 — 1930 der Unternehmung zugeführt worden sind, setzen sich demnach wie folgt zusammen:

Flüssige Mittel aus Aktienagio:		
	69 127 170 RM.	
	3 099 625 „	
	12 036 737 „	84 263 532 RM.
Aus dem Reingewinn gebildetes, in seiner Zusammensetzung unbekanntes Vermögen:		11 708 645 RM.

Gewinnvortrag: Wie aus der fortschreitenden stetigen Zunahme des Gewinnvortrages zu erkennen ist, hat er sich ebenfalls im Laufe der Zeit mit den jeweils die Rückstellung des Vorjahres übersteigenden Beträgen in eine aus dem Gewinn zurückgestellte, doch absolut nicht bedeutende echte Reserve verwandelt.

[79]) Nach dem Prospekt vom 5. 6. 1927 bis zum 15. 11. 1926 zu entrichten.
[80]) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.

c) Teilschuldverschreibungen:

Die aufgewerteten alten Obligationsanleihen, die — um für etwa in Zukunft notwendig werdende neue Anleihen klarere Verhältnisse zu gewinnen — zum 1. 5. 1927 zur Rückzahlung gekündigt worden waren, wurden im Jahre 1925 mit 2 Mill. RM., im Jahre 1926 mit ca. 6 Mill. RM. bis auf geringe Beträge zurückbezahlt.

Im Jahre 1928 zeigt die Bilanz neubegebene Teilschuldverschreibungen in Höhe von 250 Mill. RM. Diese wurden mit 6 %iger Verzinsung an die Stammaktionäre der I. G. Farbenindustrie A. G. und der mit ihr in Interessengemeinschaft stehenden Gesellschaften abgegeben. Aus den Anleihebedingungen ist vor allem erwähnenswert, daß bei der Verteilung einer mehr als 12 %igen Dividende die Verzinsung der Teilschuldverschreibungen sich für das betr. Jahr um ½ % Zusatzverzinsung für jedes Mehrprozent Dividende erhöht; diese Bedingung ist bis zum 31. 12. 1930 nicht wirksam geworden. Die Anleihe ist mit Umtauschrecht in Aktien im Verhältnis von 2 : 1 ausgestattet; die Aktien können im Jahre 1928 bis zum Jahre 1914 zu sinkenden Kursen (200 % — 100 %) erworben werden. Die Anleihe ist jederzeit kündbar; der Obligationär ist jedoch in diesem Falle berechtigt, das vorgesehene Aktienerwerbsrecht zu 90 % des Erwerbskurses, aber nicht unter pari, unter Anrechnung der Teilschuldverschreibungen zum Nennwert auszuüben. Die am 1. 1. 1945 noch ausstehenden Obligationen werden zur Rückzahlung am 1. 7. 1945 zu 110 % fällig. Der Bezugspreis betrug 100 %. Ueber eine besondere Sicherstellung der Anleihe ist nichts ausgesagt[81]). In einer an die Aufsichtsratssitzung, die den Beschluß über die Ausgabe der Teilschuldverschreibungen faßte, anschließenden Pressebesprechung, wurde ergänzend von der Gesellschaft mitgeteilt[82]), man habe diese Art der Kapitalbeschaffung gewählt, weil eine Aktienemission aus verschiedenen steuerlichen Gründen zu kostspielig sei. Man habe deshalb den Weg der konvertiblen Bonds bevorzugt, deren Bezug für den Daueraktionär, auf den man großen Wert lege, durch seine Option zu pari im Jahre 1914 sehr günstig sei; wer vorher optiere, müsse eben die Kosten durch einen höheren Bezugskurs tragen. Die I. G. glaube, daß sich auch das Ausland für diesen Typ von Obligationen stark interessieren werde. Gegenüber den Einwendungen von verschiedenen Seiten, daß für die Kapitalaufnahme angesichts der Börsen- und Geldmarktlage der Zeitpunkt nicht günstig sei, könne darauf hingewiesen werden, daß die Gesellschaft sonst keinerlei Verschuldung aufweise, und daß man bei einem so ausgedehnten Unternehmen Vorbereitungen für später entstehende Anforderungen treffen müsse. Da ein unmittelbarer Geldbedarf nicht vorliege, habe man die Einzahlungstermine hinausverlegen können.

Die Begründung der Aufnahme neuer Mittel auf dem Anleihewege mit der Ersparung von Steuern erfordert u. E. noch die Ergänzung, daß eine Aktienemission u. U. auch nicht den gewünschten Erfolg gehabt hätte, scheint doch die Weiterbegebung der 100 Mill. RM. Vorzugsaktien Serie A ebenfalls mißlungen zu sein. —

---

[81]) Bezügl. der Anleihebedingungen s. Prospekt vom Mai 28.
[82]) „Börsenzeitung" I vom 11. 12. 1927.

Ueber den Erfolg der Emission wurde im Geschäftsbericht[83]) mitgeteilt:

„Die Anleihe hat trotz der schwachen Börse eine glatte Aufnahme gefunden. Gegenüber den Fälligkeitsterminen sind erhebliche Vorauszahlungen geleistet worden".

Die für die Ausübung der Option erforderlichen Aktien waren — wie schon erwähnt — von der Gesellschaft bereitgestellt worden; doch wurde von dem Umtauschrecht nur in ganz geringem Umfange Gebrauch gemacht[84]). Das ist auf Grund der Kursentwicklung von Bond und Aktie im Zusammenhang mit den festgesetzten Optionskursen verständlich:

Erwerb der Aktien im Jahre	Optionskurs:
1928	200 %
1929	195 %
1930	190 %[85])

	Bondkurs:	Aktienkurs:[86])
31. 12. 28	144 %	266 3/4 %
31. 12. 29	101 3/4 %	169 1/2 %
31. 12. 30	86 %	125 %

Wie aus den Zahlen hervorgeht, war es in den Jahren 1928 — 1930 für den Obligationär zur Erzielung eines Augenblicksgewinnes vorteilhafter, die Obligationen im freihändigen Verkauf gegen Aktien umzutauschen. Im Jahre 1928 ergab sich auf Grund der Option für den Bondinhaber ein Verlust von 21 1/4; im Jahre 1929 stand dem Wert von 2 Bonds mit 203 1/2 RM. eine Aktie im Werte von 169 1/2 RM. zuzügl. 5.— RM. (200 — 195) gegenüber; im Jahre 1930 war das Wertverhältnis 172 : 135. Aus der Konstruktion der Umtauschbedingungen geht jedenfalls hervor, daß die Unternehmung nur dann in die Lage kommen wird, ihr Aktienkapital auf Kosten des Fremdkapitals zu vergrößern, wenn die Aktienkurse schneller steigen oder langsamer sinken als die Bondkurse, also wohl in Zeiten konjunkturellen Aufschwungs. Demnach könnte man vermuten, daß im Jahre 1945, dem endgültigen Rückzahlungstermin der Anleihe, noch ein großer Teil von nicht in Aktien umgetauschten Bonds einzulösen sein wird, für deren Rückzahlung jedenfalls eine offene Reserve bisher nicht unter den Passiven angelegt worden ist.

d) Verbindlichkeiten.

Die unter diesem Namen in den Bilanzen zusammengefaßten Konten erfahren bezügl. Entstehung und Art nicht die geringste Erwähnung von Verwaltungsseite; dies ist hinsichtlich der Bankrechnung umso befremdender, als auf Grund der Höhe der Bankpositionen für die I. G. Farbenindustrie eine starke, für sie charakteristische finanzielle Verbundenheit mit Banken festzustellen ist. Für die im Jahre 1927 bestehende Bankschuld wurde von der Verwaltung die Angabe gemacht, daß sie langfristiger Natur ist[87]);

[83]) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.
[84]) S. Konto der Schuldverschreibungen in den Jahren 1929 und 1930.
[85]) Prospekt vom Mai 1928.
[86]) „Berliner-Börsen-Curier" I vom 19. 4. 1931.
[87]) Prospekt vom Mai 1928.

wir können deshalb annehmen, daß derselbe Posten in den anderen Bilanzen ebenfalls langfristiger Natur ist. Vermutlich steht er im Zusammenhang mit den Einzahlungen der Banken auf die noch nicht weiterbegebenen Aktien. Die Verminderung der Bankschulden um ca. 70 Mill. RM. in den beiden letzten Jahren ist wohl auf aus dem Anleiheerlös getätigte Rückzahlungen zurückzuführen.

Die Verrechnung mit den Konzerngesellschaften, die in den Bilanzen vom Jahre 1925 und 1926 unter den „sonstigen Verpflichtungen" verborgen ist, zeigte nur in den Jahren 1927 und 1928 einen Passiv-Saldo.

c) Die Erschließung neuer Kapitalquellen auf dem Wege über die Gründung ausländischer Tochtergesellschaften.

Daß die I. G. ihren starken Kapitalbedarf nicht in dem gewünschten Maße durch Aktien- und Obligationenausgabe befriedigen konnte, vielmehr versuchte, sich auf anderem Wege neues Kapital zu sichern, ist für die Finanzierungspolitik deutscher Unternehmungen in der Nachinflationszeit charakteristisch. So wurde Ende Juni 1928 die Internationale Gesellschaft für Chemische Unternehmungen A. G. (I. G. Chemie) in Basel als Holdinggesellschaft gegründet[88]). Verschiedene vertragliche Bindungen, die hier aufzuzählen zu weit führen würde, machen die Verbindung der I. G. Chemie, Basel, mit der I. G. Farben zu einer äußerst engen. Anfang 1929 erhöhte die I. G. Chemie, Basel, ihr Aktienkapital von 20 Mill. sfrs. auf 250 Mill. sfrs. Stammaktien; dazu traten noch 40 Mill. sfrs. Vorzugsaktien, die vom I. G.-Verwaltungskonsortium übernommen wurden[89]). Stammaktien im Betrage von 80 Mill. sfrs. wurden den Aktionären der I. G. Farbenindustrie und der mit dieser in Interessengemeinschaft stehenden Unternehmungen, sowie den Obligationären der I. G. zu 150 % angeboten. Die Barmittel, die die I. G. Chemie auf Grund der ausgegebenen Aktien erhielt, dienten zur Bezahlung von Beteiligungen aus dem Konzernbesitz, also zur Vergrößerung der flüssigen Mittel bei dem Spitzenunternehmen[90]). Beachtlich ist, daß die I. G. Farbenindustrie weniger Wert auf eine sofortige Vergrößerung ihrer flüssigen Mittel legte, als darauf, sich im voraus zu feststehenden Terminen Zuschüsse zu sichern; das geht aus der langen Erstreckung der Einzahlungstermine hervor: 20 % bei Zeichnung, 50 % am 30. 6. 1929, 30 % am 15. 12. 1929; die restlichen 50 % sollten nicht vor dem 1. 7. 1930 eingefordert werden[91]). Zu der Schaffung von 150 Mill. sfrs. Vorratsaktien wurde in der Generalversammlung erklärt, man habe den finanziellen Rahmen so groß gefaßt[92]),

> „um für die nächsten Jahre für die ausländischen Interessen der I. G. einen gewissen Spielraum zu haben. . . Es sei ebenso wohl denkbar, daß die I. G. Chemie, Basel, Fabrikationsbetriebe angegliedert bekomme, wie daß sie, sofern dies die Geschäfte erfordern, mit ausländischen

88) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.
89) „Frankfurter Ztg." I vom 21. 2. 1929.
90) „Frankfurter Ztg." I vom 1. 2. 1929.
91) dt.
92) „Frankfurter Ztg." I vom 21. 2. 1929.

Gruppen zusammenarbeite[93]). Im ganzen sei der Geldbedarf, zu dessen Befriedigung die Transaktion vorgenommen werde, nicht die Folge etwa der Inangriffnahme außergewöhnlicher Projekte. . . Der Geldbedarf erkläre sich rein aus vergrößertem Umsatz, also aus wachsenden Debitoren und Vorräten. Sollten außergewöhnliche Projekte in Angriff genommen werden, so würde dafür gesonderte Finanzierung vorgenommen werden".

Fast gleichzeitig mit der Gründung der I. G. Chemie, Basel, erfolgte in den Vereinigten Staaten die Gründung der American I. G. Chemical Corpoartion,

„die für Unternehmungen der chemischen und verwandter Industrien in unserem Interessenkreis in Amerika und anderen Ländern dienen soll"[94]).

Die Gesellschaft hat ein autorisiertes Kapital von 6 Mill. Stck. Stammaktion ohne Nennwert, von denen 3,4 Mill. Stck. begeben wurden. Außerdem besitzt sie 5 ½ %ige umwandelbare Teilschuldverschreibungen, in Höhe von 30 Mill. $, die von der I. G. Farben garantiert sind und bei ihrer Emission stark überzeichnet wurden[95]). Dem Emissionssyndikat gehörten neben der National City Co. noch folgende Institute an: International Manhatten Co., Lee Higginson & Co., Harris Forbes & Co., Brown Brothers & Co., Bankers Co. of New York, Continental Illionis Co und die Equitable Trust Company[96]). Als wichtigste Einbringungen wurden bezeichnet wesentliche Beteiligungen an der Agfa Ansco Corp. und an der General Anilin Works, Inc.[95]). Außer diesen Beteiligungen erwarb die amerikanische Holdinggründung noch Patente und neue Verfahren der I. G.; die Bezahlung erfolgte vermutlich durch die bei der Emission hereinkommenden flüssigen Mittel[96]). Im übrigen scheint man diese Gründung mehr zu Erweiterung des Absatzes auf dem amerikanischen Markt unter Ausnutzung der amerikanischen Kapitalkraft bestimmt zu haben und weniger zur Finanzierung des Hauptunternehmens, wenigstens nicht zu einer unmittelbaren[96]). Genaueres darüber ließ sich jedoch nicht feststellen, da die Mitteilungen der I. G. Farbenverwaltung über die amerikanische Holdinggesellschaft sich auf die oben erwähnten kurzen Aeußerungen im Geschäftsbericht beschränken.

Vergegenwärtigt man sich rückblickend noch einmal die Transaktionen der I. G. Farben zur Hereinnahme neuer Mittel, so gewinnt man den Eindruck eines stark in der Entwicklung begriffenen Unternehmens, dem die Sättigung seines großen Kapitalbedarfs — auf Grund der besonderen Verhältnisse am deutschen Kapitalmarkt — nur durch Anwendung besonders durchdachter Finanzierungsmethoden gelang:

---

[93]) In diesem Fall würden zwar der I.G.F. keine neuen Mittel zugeführt werden, ihr dafür aber die Bezahlung neuer Angliederungen aus eigenen Mitteln erspart bleiben. S. auch „Ff. Ztg." vom 1. 2. 1929.

[94]) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.

[95]) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.

[96]) „Frankfurter Ztg." III vom 26. 4. 1929.

1926/27 Erhöhung des Aktienkapitals (Anreiz durch: Einzahlung an zwei Terminen; Goldklausel bei Vorzugsaktien)

1928 Begebung von Teilschuldverschreibungen (Anreiz durch das Recht auf Umwandlungen in Aktien zu sinkenden Kursen).

1929 Aufnahme von Kapital im Ausland gegen Uebereignung von Sachwerten und Patenten an von der I. G. Farben gegründete Holdinggesellschaften ausländischen Rechtes.

Kapitel 2.

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

Tabelle I in 1000 RM.

Geschäftsjahr	Zur Dividendenzahlung verfügbarer Reingewinn 1	Dividenden auf das Stammaktienkapital 2	Stammdividende in Prozent des Stammaktienkapitals	Gesamtdividenden in Prozent des Reingewinns	Nichtausgeschütteter Reinertrag 3	Außerbetrieblicher Gewinn 4	Belastung des Bruttoertrags mit	
							Zinsen	Abschreibungen
31. 12.								
1925	67 598	64 160	10,0	95,1	1 359	—	—	55 770
1926	68 718	65 993	10,0	96,3	591	69 127	—	75 237
1927	100 812	95 595	12,0	94,8	2 030	3 100	—	74 742
1928	118 458	95 916	12,0	80,9	19 345	12 037	15 000	71 777
1929	104 598	95 922	12,0	91,7	5 479	—	14 982	70 100
1930	89 218	85 646	12,0	96,0	1 003	—	14 979	57 286
Insgesamt	549 402	503 232			29 807	84 264	44 961	404 912
Durchschnitt			11,3	92,5				

1. Die Differenz zwischen den zur Dividendenzahlung verfügbaren Reingewinnen einerseits und der Summe von Dividenden und nicht ausgeschütteten Reingewinnen andererseits besteht in der Vergtung an den Aufsichtsrat.
2. Dividenden auf die Vorzugsaktien wurden nur in den Jahren 1925 und 1926 mit je 154 000 RM. (3 ½ % von 4,4 Mill. RM. Vorzugsaktien Serie A) dem Reingewinn entnommen. Sie wurden hier wegen ihrer relativ geringen Bedeutung nicht aufgeführt. In den folgenden Jahren gelangten — trotz starker nomineller Erhöhung des Vorzugsaktienkapitals keine Vorzugsdividenden zu Auszahlung, da diese Aktien nicht weiterbegeben wurden.
3. Der nicht ausgeschüttete Reingewinn umfaßt die Erhöhung der Gewinnvorträge, die Dotierung der Reserve mit 11,71 Mill. RM. im Jahre 1928, und die Dotierung des Wohlfahrtsfonds mit 6 Mill. RM. im Jahre 1928, und mit 5 Mill. RM. im Jahre 1929.
4. Die außerbetrieblichen Gewinne sind ausschließlich Aktienagio.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn betrug nach Tabelle I durchschnittlich im Jahr 13 % des im Jahresdurchschnitt vorhandenen Stammaktienkapitals. Er wurde mit durchschnittlich 92,5 % als Dividende an die Stammaktionäre ausgeschüttet, wodurch diesen in sechs Jahren rd. 57 % des durchschnittlich vorhandenen Nominalkapitals zugeteilt wurden. Die aus dem Ertrag zurückgestellten Beträge sind mit rd. 30 Mill. RM. relativ unbedeutend und erreichten nur rd. ein Drittel des durch Aktienagio erzielten Reservenzuwachses. Diese Verteilung der Reinerträge auf Ausschüttung und Rückstellung bedeutet u. E. eine zu liberale Divi-

dendenpolitik und damit eine Vernachlässigung der Vorteile, die sich aus einer stärkeren Selbstfinanzierung ergeben hätten; angenommen, die I. G. Farben hätte in der betrachteten Zeit jährlich 2 % weniger an Dividende ausgeschüttet, so hätte das eine Verfügung über zusätzliche Mittel von insgesamt ca. 100 Mill. RM. bedeutet, damit die Anforderungen an die Aufnahme langfristigen Fremdkapitals auf 150 Mill. RM. reduziert und eine jährliche Zinsersparnis von 6 Mill. RM. mit sich gebracht. Daß die I. G. Farben diese Möglichkeit der stärkeren Selbstfinanzierung zugunsten der Pflege ihres Prestiges vernachlässigte, lag wohl begründet in der Hoffnung, auf diese Art leichter für die noch in ihrem Portefeuille befindlichen Aktien Abnehmer zu finden, eine Erwartung, die sich allerdings später als Fehlspekulation erwies.

Die Anleihezinsen, die ab 1928 mit jährlich rd. 15 Mill. RM. ungefähr einem Sechstel der jeweils gezahlten Dividendensummen gleichkamen, beeinträchtigten die Elastizität der Unternehmung nicht allzusehr und ließen — wie Tabelle II zeigt — noch Raum für einen geringen finanziellen Gewinn, der aber auf Grund des sinkenden Reingewinns eine Tendenz zur Abnahme aufweist. Diese — besonders im Vergleich zu der der Vereinigten Stahlwerke — relativ nicht ungünstige Situation hat ihren Grund in dem günstigeren Verhältnis von Eigenkapital zu Anleihen und den relativ höheren Erträgen.

Tabelle II. In 1000 RM.

Einfluß der Anleihekosten auf die Gewinngestaltung.

Geschäftsjahr	Aktienkapital	Anleihen	Gesamtkapital	Gewinn vor Abzug der Zinsen	In % des Gesamtkapitals	Zinsen für die Anleihen	Reingewinn des Aktienkapitals	In % des Aktienkapitals	Davon rein finanziell verdient	Finanzieller Gewinn in % des Aktienkapitals
31. 12.										
1928	917 904	250 000	1167 904	137 885	11,8	15 000	122 885	13,4	14 572	1,6
1929	917 941	249 707	1167 648	125 043	10,7	14 982	110 061	12,0	11 841	1,3
1930	917 941	249 642	1167 583	110 138	9,4	14 978	95 160	10,4	8 873	1,0

Auch die Abschreibungen brachten mit insgesamt rd. 80 % der gezahlten Dividendensummen keine allzustarke Beeinträchtigung der Reinerträge mit sich. Ob jedoch ein Ausbau der Anlagen (darunter vor allem der „Apparate und Utensilien") um 175 Mill. RM. mehr als durch die Abschreibungen von insgesamt 405 Mill. RM. finanziert werden konnte, berechtigt war, könnte nur an Hand von leider nicht veröffentlichten Zahlen über die Entwicklung des Umsatzes und des Beschäftigungsgrades festgestellt werden; etwaige Folgerungen hinsichtlich der Berechtigung der Wertansätze auf Anlagenkonto müssen deshalb hier unterbleiben.

Betrachtet man die Entwicklung der Ertrags- und Kostenziffern im einzelnen, so zeigt sich zunächst ein stetiges Ansteigen der Reingewinnsummen bis zum Jahre 1928; diese Ertragssteigerung war besonders im Jahre 1927 außerordentlich stark. Vom Jahre 1928 ab sank der Reinertrag, und zwar im Jahre 1930 bis auf die Höhe der in den Jahren 1926 und 1927 erzielten Erträge. — Ein Vergleich der Erträge mit den Dividenden ergibt, daß diese der sprunghaften Erhöhung des Reingewinnes sofort angepaßt wurden und in den Jahren 1927 — 1929 durch eine entsprechende

Abschreibungs- und Reservepolitik stabil gehalten werden konnten. Auch im Jahre 1930 wurde der Dividendensatz von 12 % — trotz einer Verringerung des ausgewiesenen Reinertrags um rd. 25 % im Vergleich zu dem des Jahres 1928 — aufrechterhalten. Dies gelang einmal durch wesentliche — nicht durch den Rückgang des Anlagenkontos zu rechtfertigende — Reduzierung der Abschreibungen, durch Verzicht auf Dotierung der Reserven und in der Hauptsache durch Verminderung des dividendenberechtigten Aktienkapitals. Daß man — vorwiegend im Interesse der Aufrechterhaltung des vorjährigen Dividendensatzes — sich zu einer derartigen außergewöhnlichen Maßnahme entschloß, zeigt die Bedeutung, die man einer stabilen Dividende beimaß. Es wurden eigene Aktien im Gesamtbetrage von 85 630 800 RM. zurückgekauft, davon für rd. 49,9 Mill. RM. in alter und 35,7 Mill. RM. in neuer Rechnung. Zur Schilderung des Eindrucks, den diese Maßnahme hervorrief, sei eine Notiz der „Frankfurter Zeitung"[97]) wiedergegeben:

> „. . . . Zur Zeit ist der Gesamtton bestimmt auf Intensivierung gerichtet und nicht auf Expansion. Es findet also bei der I. G. Farben, was bei der großen Höhe der ursprünglich intendierten Umlaufsbeträge trotz der höheren Kapitalisierung der vergleichbaren ausländischen Konzerne — vor allem des englischen — im Hinblick auf die Lage des deutschen Kapitalmarktes nicht verwundert, eine Verdichtung, eine Verkleinerung des Aktienkapitals statt, soweit es die volle Verzinsung erfordert, ... Die Abnahme des dividendenheischenden Kapitals wird der Verwaltung den Entschluß, bei den 12 % stehen zu bleiben, erleichtert haben. . . . Welche Gesichtspunkte sonst für die Beibehaltung der 12 % maßgebend gewesen sein mögen, das kann man sich denken: die Wirkung auf die Stimmung in der Wirtschaft und der Börse, die Wirkung vor allem auch auf die Meinung des Auslandes dürfte innerhalb der I. G.-Verwaltung die Bedenken übertönt haben, die sich aus den veränderten Lohn-, Gehalts- und Beschäftigungsverhältnissen ergeben mußten".

Dazu kam, daß der Aktienrückkauf nicht unbeträchtliche finanzielle Opfer mit sich brachte, die sich aus dem Ueberparistand der Aktien ergaben, Insgesamt waren 12,46 Mill. RM. zur Abbuchung auf den Börsenkurs des Bilanzstichtags (125 %) und weitere 12,48 Mill. RM. zur Abbuchung auf pari erforderlich[98]). Die Dividendenersparnis, die für das Jahr 1930 bei einem Dividendensatz von 12 % 10,3 Mill. RM. ausmachte, kostete die I. G. Farben demnach rd. 25 Mill. RM., nicht gerechnet die weiteren Verluste, die auf dem Wertpapierkonto bei dem Absinken der Aktienkurse erwachsen können und wohl auch gegenwärtig erwachsen sind. Doch läßt sich nicht leugnen, daß die Vorteile dieser Transaktion für die Verwaltung bestechend waren; sie ermöglichte ihr eine zweifache Stützung ihres Prestiges: Dividendenstabilität trotz absinkender Konjunktur bzw. für die Zukunft Milderung des Dividendenrückganges

[97]) „Frankfurter Zeitung" vom 3. 5. 1931.
[98]) „Frankfurter Zeitung" vom 4. 6. 1931.

und eine günstige Einwirkung auf das Kursniveau; wenn auch nicht verkannt werden darf, daß eine fortschreitende Ertragsminderung doch von den Aktionären auf dem Weg über die weitere Entwertung der zurückgekauften Aktien und die damit einsetzende Entwertung des Aktienkapitals voll getragen werden muß. —

Weiterhin darf auch nicht vergessen werden, daß die den ausländischen Zweiggesellschaften gegenüber eingegangenen Dividenden- und Zinsgarantien sich bei allgemeinem Konjunkturrückgang und Ertragsminderung für den Konzern ebenfalls ungünstig auswirken müssen.

Kapitel 3.

Gliederung des Kapitals.

Tabelle III. In 1000 RM.

Geschäftsjahr	Aktienkapital 1		Reserven 2		Langfristige Verbindlichkeit. 3		Kurzfristige Verbindlichkeit. 4		Reingewinn		Gesamtkapital	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
31. 12.												
1925	646 000	54	153 294	13	10 383	1	308 580	26	67 598	6	1 185 855	100
1926	848 166	55	223 765	15	91 111	6	310 454	20	68 718	4	1 542 244	100
1927	917 904	56	227 892	14	66 767	4	322 102	20	100 812	6	1 635 477	100
1928	917 904	47	242 058	12	332 098	17	346 561	18	118 458	6	1 957 079	100
1829	917 941	48	261 410	14	280 766	15	333 453	18	104 598	5	1 898 168	100
1930	868 021	48	266 962	15	261 878	15	313 023	17	89 218	5	1 799 102	100

1. Die Aktienkapitalien (Stammaktienkapital, Vorz. Akt. Kap. A und Vorz. Akt. Kap. B) sind mit ihrem effektiv eingezahlten Betrag eingesetzt (Nominalbeträge abzügl. nicht einbezahlter Beträge). Außerdem wurden für das Jahr 1930 die 49,92 Mill. RM. zurückgekaufter Aktien vom Aktienkapital abgezogen.
2. Reserve, Wohlfahrtsfond, Stiftungen, Gewinnvortrag.
3. Obligationenanleihen (10 Mill.; im Jahre 1927 zurückgezahlt); Teilschuldverschreibungen vom Jahre 1928 (250 — 249,6 Mill. RM.); Banken (83 Mill. RM. im Jahre 1926 — 12 Mill. RM. im Jahre 1930. In der Bilanz des Jahres 1925 in einem Posten unter „Forderungen" ausgewiesen, deshalb für das betr. Jahr hier in den „kurzfristigen Verbindlichkeiten" enthalten).
4. Verbindlichkeiten (Konzerngesellschaften, Sonstige); unerhobene Dividenden und Anleihezinsen; gekündigte Obligationsanleihen.

Tabelle IV.

Beziehungsgrößen (%)	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Eigenkapital zu Fremdkapital (100).	250	267	295	171	192	197	229
Aktienkap. zu Reserven (100).	423	379	403	379	351	325	377
Kurzfr. Verbindl. zu langfr. Verbindl. (100)	—	341	482	104	119	120	233
Eigenkapital zu kurzfr. Verbindl. (100).	—	345	356	335	354	363	351
Eigenkapital zu langfr. Verbindl. (100).	—	1 176	1 716	349	420	433	819

Die finanzielle Struktur der Unternehmung erwies sich nach den Angaben der Tabelle III in den Jahren 1925 — 1927 als ziemlich konstant. Reichlich 2/3 der Gesamtkapitalien gehörten den Eigenkapitalien an; rund 1/5, also ein ziemlich hoher Prozentsatz, den kurzfristigen Verbindlichkeiten[99]), während die langfristigen Verbindlichkeiten — in der Hauptsache Bankschulden — mit 4 — 6 % recht unbedeutend waren. Eine Aenderung des finanziellen Gefüges bewirkte die Anleihe des Jahres 1928, die eine stärkere Ausbreitung der langfristigen Mittel im Rahmen der Gesamtkapitalien hervorrief, wodurch sich die Stellung der einzelnen Kapitalarten zueinander verschob; die Aktienkapitalien verloren an Bedeutung, wenn auch nicht beträchtlich; die Reserven konnten ihren Platz behaupten, und die gesamten fremden Mittel erhöhten sich auf ca. 1/3 der Gesamtkapitalien, gerieten also auch nach der Anleiheaufnahme in kein ungünstiges Verhältnis zum Eigenkapital. Da die kurzfristigen Verbindlichkeiten in ihrem Bestand durch den Neuzugang an langfristigen Mitteln weder prozentual noch absolut stark sanken, die Anleihe damit also als zusätzliches Kapital in Erscheinung trat, ergab sich für das Jahr 1928 eine starke Ausweitung der Bilanzsumme von 138 % auf 165 %. Die beiden folgenden Jahre — vor allem das Jahr 1930 — sind gekennzeichnet durch eine starke Kontraktion der Gesamtkapitalien, die sich ausdrückt in der Verkleinerung der Bilanzsumme und verursacht wurde durch Aktienrückkauf und Abdeckung von Bankschulden als elastische Anpassung an die veränderten Beschäftigungs- und Ertragsmöglichkeiten.

Die absoluten Verschiebungen innerhalb der verschiedenen Kapitalarten geben sich nach Tabelle IV im wesentlichen als dieselben zu erkennen wie die vorstehend besprochenen prozentualen; doch zeigt sich hier noch deutlicher die durch die Anleiheaufnahme des Jahres 1928 bewirkte Richtungsänderung. Erwähnung verdient darüber hinaus hier noch die stetige günstige Entwicklung der Reserven gegenüber dem Aktienkapital, die zum Teil eine Folge der geschickten Verteilung des Aktienagios auf die einzelnen Jahre und daneben der Verkleinerung des Aktienkapitals im letzten Jahr ist. Anschließend darf jedoch nicht unerwähnt bleiben, daß sich in den vorstehend gekennzeichneten Aenderungen der Kapitalstruktur nicht alle Finanzierungs-Transaktionen der I. G.-Farben-Industrie widerspiegeln, und zwar diejenigen nicht, die auf dem Wege über die ausländischen Holdinggesellschaften getätigt wurden. Da die I. G.-Verwaltung verschiedene vertragliche Bindungen — zum Beispiel Dividendengarantie und Garantie für die in U.S.A. emittierten Schuldverschreibungen — gegenüber ihren Auslandsgründungen einging, die bilanzmäßig von ihr nicht zum Ausdruck gebracht werden, muß das Bild, das auf Grund der Bilanzen hier erstellt wurde, notwendigerweise unzureichend und zu günstig sein.

---

[99]) Die Einreihung der Forderungen der Konzerngesellschaften unter „kurzfristigen Verpflichtungen" läßt u. U. die finanzielle Struktur zu ungünstig erscheinen.

Kapitel 4.

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle V. In 1000 RM.

Geschäftsjahr	Anlagen 1		Beteiligungen und Wertpapiere 2		Umsatzvermögen 3		Einbezahlte noch nicht weiterbegebene Aktien 4		Gesamtvermögen	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
31. 12.										
1925	319 193	27	242 536	20	624 126	53	—	—	1 185 855	100
1926	346 897	22	261 134	17	826 333	54	107 880	7	1 542 244	100
1927	382 463	23	296 143	18	848 991	52	107 880	7	1 635 477	100
1928	451 916	23	306 262	16	1093 689	56	105 212	5	1 957 079	100
1929	501 007	26	288 631	15	1003 330	53	105 200	6	1 898 168	100
1930	494 190	27	301 191	17	898 521	50	105 200	6	1 799 102	100

Tabelle VI. In 1000 RM.

Beziehungsgrößen (%)	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Eigenkap. zu fixen Kap. Anlagen (100)	142	176	169	153	149	143	155
Langfr. Verbindl. zu fixen Kap.-Anlagen (100).	–	15	10	44	36	33	28
Ges. langfr. Kap. zu fixen Kap. Anlagen (100).	—	191	179	197	185	176	186
Eigenkap. zu Anlagen (100).	250	309	300	257	235	230	264
Ges. langfr. Kap. zu Anl. (100).	—	335	317	330	291	283	311
Die fixen Kap. Anl. überdeckendes ges. langfr. Kap. zu arbeit. Kap. 100).	—	108	101	98	100	103	102
Umsatzvermögen zu kurzfr. Verbindl. (100)	—	266	264	316	301	287	287
Abr. Kap. zu Anlagen(100).	—	149	138	165	134	118	141

1. Anlagen (Liegenschaften; Gebäude und Eisenbahnen; Apparate und Utensilien).
2. Beteiligungen und Wertpapiere. — Für das Jahr 1930 wurden die 49,92 Mill. RM. zurückgekaufter Aktien von diesem Konto abgesetzt.
3. Vorräte; Forderungen (Konzerngesellschaften, Sonstige); Kassen- und Wechselbestände.

   Die Forderungen an die Konzerngesellschaften, die erst vom Jahre 1927 ab getrennt von den sonstigen Forderungen ausgewiesen werden, sind u. U. — wenigstens teilweise — langfristiger Natur; es ist also zweifelhaft, ob sie in das „Umsatzvermögen" oder in die „Beteiligungen" einzureihen sind. Etwaige Fehler in der Einreihung werden dadurch abgeschwächt, daß Forderungen und Verpflichtungen gegenüber den Konzerngesellschaften sich zum großen Teil ausgleichen. (Verpflichtungen unter „kurzfristigenVerbindlichkeiten").
4. Die einbezahlten noch nicht weiterbegebenen Aktien wurden von den Banken gezeichnet. Sie gelten in den Bilanzen der I. G. Farbenindustrie als „nicht weiterbegeben", da die Banken die Verpfichtung eingegangen sind, sie der Unternehmung zum Einstandspreis zur Verfügung zu halten; in Wirklichkeit handelt es sich jedoch hier nicht um einen Berichtigungsposten zu dem nominellen Aktienkapital, sondern um — als Folge der Einzahlung — tatsächlich vorhandenes, aber in seiner Zusammensetzung unbekanntes Vermögen.

Aus Tabelle V ist ersichtlich, daß die Vermögensstruktur des Konzerns in der zur Betrachtung stehenden Zeit keine wesentlichen Wandlungen erfahren hat. Das einfließende Neukapital ist auf die einzelnen Vermögenskategorien — mit geringen Abweichungen in

einzelnen Jahren — so ziemlich in demselben Verhältnis verteilt worden, wie es im Jahre 1925 gegeben war.

Die Zahlen in Tabelle VI zeigen — absolut gesehen — eine sehr günstige finanzielle Konstitution an. Die Eigenkapitalien überdeckten mit durchschnittlich 55 % die gesamten fixen Kapitalanlagen. Die gesamten langfristigen Kapitalien reichten völlig (mit durchschnittlich 102 %) zur Deckung des arbeitenden Kapitals aus. Die Liquidität ist als sehr befriedigend anzusehen, war doch das Umsatzvermögen durchschnittlich fast dreimal so hoch wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten. — Relativ gesehen fällt die Tendenz zur Anlagenexpansion auf; diese machte sich seit 1928 in dem Rückgang des langfristigen Kapitals und des arbeitenden Kapitals gegenüber den Anlagen bemerkbar. Außerdem verdient die Minderung des Liquiditätsgrades ab 1928 Erwähnung, die einerseits im Jahre 1929 durch das Einfließen neuer Mittel aus dem Schweizer Holding-Unternehmen in ihrer vollen Auswirkung gehemmt, andererseits im Jahre 1930 durch den Rückkauf eigener Aktien noch verstärkt wurde.

Tabelle IX. In 1000 RM.

Absolute Verschiebungen im Vermögens- und Kapitalaufbau in der Zeit vom 31. 12. 1925 — 31. 12. 1930.

Vermögen			Kapital		
Anlagen		+ 174 997	+ 222 021		Akt. Kap.
Beiteil. u. Wertpap.		+ 58 655	+ 113 668		Reserven
Umsatzvermögen:					Langfr. V.:
Vorräte	+ 98 659			+ 239 259	Anleih.
Forderungen	+ 142 497		+ 251 495	+ 12 236	Banken x)
Kassen- u. Wechselbest.			+ 4 443		Kurzfr. V.x)
Bankguthaben	+ 11 619	+ 252 775			
Einbezahlte noch nicht weiterbegebene Aktien		+ 105 200			
		+ 591 627	+ 591 627		

x) Die Zunahme der Bankverbindlichkeiten ist hier vermutlich nur eine scheinbare, da die Bankschulden des Jahres 1925 in den kurzfristigen Verbindlichkeiten enthalten sind; dementsprechend erscheint die Zunahme der kurzfristigen Verbindl. zu niedrig.

Tabelle VII zeigt, daß die neuen eigenen und fremden Mittel von insgesamt rd. 590 Mill. RM. hauptsächlich zur Finanzierung des gestiegenen Umsatzvermögens — insbesondere ausgedrückt in der Erhöhung der Forderungen — Verwendung fanden. Inwieweit diese Zunahme der Forderungen, die besonders im Jahre 1926 beträchtlich war, auf „Konzernforderungen" oder „sonstige Forderungen" zurückzuführen ist, kann nicht festgestellt werden[100]), da sämtliche Forderungen der Jahre 1925 und 1926 nur in einem Posten ausgewiesen werden. Die Zunahme der Vorräte, die mit einem Betrage von annähernd 100 Mill. RM. sehr beträchtlich ist,

[100]) Die J.G. Farbenindustrie Aktiengesellschaft teilte auf Befragen mit, daß sie hierüber keine Auskunft geben könne.

wurde zum großen Teil im Jahre 1928 finanziert, und hängt mit erhöhten Umsätzen, mit verstärkter Lagerhaltung in Stickstoffprodukten und gesteigerter Vielfältigkeit zusammen. Der Neuzugang an Anlagen von insgesamt rd. 175 Mill. RM., der sich vor allem auf die Jahre 1928/29 konzentrierte, verschob das Verhältnis von Liegenschaften, Gebäuden und Eisenbahnen, Apparaten und Utensilien um ein weniges zugunsten der letzteren. Er enthält im wesentlichen die Aufwendungen für das Kohlenverflüssigungsprogramm und für Neubauten[101]). Mitte 1928 wurde eine Anzahl der vorgenommenen Ausbauten zum Abschluß gebracht, aber neue Programme nicht aufgenommen, da die derzeitigen Lebensbedingungen der deutschen Wirtschaft keinen Anreiz zu Neuinvestitionen schufen[102]). Die Zunahme der Beteiligungen und Wertpapiere, die auf viele Einzelposten entfiel, und auch die Beteiligungen an der I. G. Chemie, Basel und an der American I. G. Chemical Corp. enthält, war mit rd. 59 Mill. RM. relativ unbeträchtlich; die zurückgekauften Aktien von rd. 50 Mill. RM. sind hierin nicht enthalten. Die einbezahlten noch nicht weiterbegebenen Aktien, um die sich die Bilanzen ab 1926 erhöhten, standen zwar noch in der Verfügungsgewalt der Unternehmung, waren aber eigentlich Eigentum der Banken; es wäre deshalb richtiger gewesen, nicht sie selbst, sondern die durch sie von den Banken hereingenommenen und in der Unternehmung arbeitenden Mittel sichtbar zu machen. — Ein Teil der neuen Mittel wird außerdem zur Abdeckung von Bankschulden Verwendung gefunden haben.

Abschließende Zusammenfassung.

Der I. G. Farbenindustrie ist es gelungen, ihren starken Kapitalbedarf durch einmalige und besonders durchdachte Finanzierungsformen unter Vermeidung jeglicher Verschuldung an das Ausland zu befriedigen. Wenn ihr auch die Heranziehung von Eigenkapital in dem ursprünglich vorgesehenen Ausmaß mißlang, so konnte sie doch in den Jahren 1926/27 ihr nominelles Aktienkapital um eine Einzahlung von insgesamt rd. 272 Mill. RM. vergrößern, und zwar zum Teil dank der Unterstützung der Banken (der Deutschen Länderbank und einem unter der Leitung der Deutschen Bank stehenden Konsortium), die insgesamt rd. 108 Mill. RM. für eigene Rechnung zeichneten. Eine im Inland aufgelegte 6 %ige mit Umtauschrecht in Aktien ausgestattete Anleihe erbrachte 250 Mill. RM.; von dem Umtauschrecht wurde angesichts der Kursentwicklung von Bond und Aktie nur in ganz geringem Umfang Gebrauch gemacht. Die Erschließung weiterer Kapitalquellen gelang im Jahre 1929 auf dem Wege über die Gründung ausländischer Holdinggesellschaften, und zwar der I.G. Chemie, Basel, und der American I. G. Chemical Corp. gegen Uebereignung von Sachwerten und Patenten der I. G. F.; über das Ausmaß, in dem die ausländischen Zweiggesellschaften Beteiligungen und Wertpapiere des Konzerns flüssig gemacht haben, wurden keine Angaben gemacht. —

Die finanzielle Struktur der Unternehmung, die in den Jahren 1925 — 1927 durch ein Ueberwiegen der Eigenkapitalien (⅔ der

[101]) „Frankfurter Ztg." I vom 14. 8. 1926.
[102]) „Frankfurter Ztg." vom 5. 6. 1930.

Gesamtkapitalien), durch einen ziemlich hohen Prozentsatz kurzfristiger Verbindlichkeiten (rd. 1/5 der Gesamtkapitalien) und durch das Vorhandensein nur ganz unbedeutender langfristiger Verbindlichkeiten (4 — 6 %) gekennzeichnet war, verschob sich im Jahre 1928 durch die Anleiheaufnahme zugunsten einer stärkeren Betonung der langfristigen Verbindlichkeiten; die Aktienkapitalien verloren dementsprechend an Bedeutung. Die Reserven konnten — dank der Erzielung beträchtlichen Aktienagios — ihren Platz innerhalb einer bis zum Jahre 1928 um 65 % vergrößerten Bilanzsumme behaupten. Insgesamt erhöhte sich jedoch der Anteil der gesamten fremden Mittel an der Bilanzsumme gegenüber dem Jahre 1925 nur um 5 % und ging nicht über 1/3 der Gesamtkapitalien hinaus. —

Die insgesamt vom 31. 12. 1925 — 31. 12. 1930 hereingenommenen Kapitalien im Gesamtbetrage von rd. 592 Mill. RM., d. s. rd. 50 % der am 31. 12. 1925 in der Unternehmung arbeitenden Mittel, ließen die Vermögensstruktur unverändert; nach wie vor waren in Anlagewerten 27 % der gesamten Mittel investiert. Absolut erhöhte sich der Netto-Buchwert der Anlagen um rd. 175 Mill. RM., die Beteiligungen und Wertpapiere um rd. 59 Mill. RM. und das Umsatzvermögen um rd. 253 Mill. RM.; von diesem waren es vor allem die Forderungen und Vorräte und nur in ganz geringem Umfang (rd. 12 Mill. RM.) die liquiden Mittel erster Ordnung, die eine Erhöhung erfuhren. Inwieweit die Forderungen aus solchen an Konzerngesellschaften bestanden und damit vielleicht eine Verringerung des Liquiditätsgrades bewirkten, konnte aus Gründen mangelnder Publizität ebenso wenig festgestellt werden, wie in welcher Vermögensform die Einzahlung auf die noch zur Verfügung der I. G. F. stehenden Aktien von 105 Mill. RM. ihren Niederschlag fand. —

Die gesamte finanzielle Konstitution, wie sie sich aus Art und Verwendung der jeweils vorhandenen Kapitalien ergibt, zeichnet sich durch Elastizität, Sicherheit und hohen Liquiditätsgrad aus, waren doch die Eigenkapitalien um durchschnittlich rd. 50 % größer als die gesamten fixen Kapitalanlagen, reichten doch die gesamten langfristigen Kapitalien auch noch zur vollständigen Finanzierung der arbeitenden Mittel aus, und war das Umsatzvermögen durchschnittlich fast dreimal so groß wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten.

Die Ausschüttung auf den zur Dividendenzahlung verfügbaren Reingewinn, der durchschnittlich 13% des im Jahresdurchschnitt vorhandenen Aktienkapitals betrug, schwankte um 81 % (1928) bis 96 % (1926, 1930); dementsprechend waren die reinvestierten Summen relativ unbedeutend; sie erreichten mit insgesamt rd. 30 Mill. RM. nur rd. 1/3 des durch Aktienagio erzielten Reservenzuwachses. Diese Verteilung der Reinerträge auf Ausschüttung und Rückstellung gibt eine sehr liberale Dividendenpolitik zu erkennen und eine Vernachlässigung der Vorteile auf lange Sicht, die sich aus einer stärkeren Selbstfinanzierung hinsichtlich der Ersparung fester Zinslasten hätten erzielen lassen. Die Zinsen beeinträchtigten allerdings infolge ihrer relativ geringen Höhe (15 Mill. RM. jährlich, d. i. 1/6 der jeweils gezahlten Dividendensummen) die Elastizität der Unternehmung nicht allzusehr und ließen sogar bis Ende

1930 noch Raum für einen geringen finanziellen Gewinn; ebenso bedeuteten die Abschreibungen mit insgesamt rd. 80 % der gezahlten Dividendensummen keine allzu starke Vorbelastung des Ertrags. Ob jedoch ein Ausbau der Anlagen (darunter vor allem der Apparate und Utensilien) um 175 Mill. RM. mehr als durch die Abschreibungen von insgesamt 405 Mill. RM. finanziert werden konnte, hinsichtlich Umsatzentwicklung und Beschäftigungsgrad berechtigt war, konnte aus Gründen mangelnder Publizität nicht geprüft werden; entsprechende Folgerungen hinsichtlich der Anlagenbewertung müssen deshalb hier unterbleiben. —

Eine zeitlich ins einzelne gehende Betrachtung der Ertrags- und Kostenziffern liefert als wesentlichstes Ergebnis die Tatsache, daß die Sicherung einer stabilen — vom Jahre 1927 ab 12 %igen Dividende — als oberster Grundsatz der gesamten Ertragsbehandlung galt. Nicht nur die Höhe der Rückstellungen und im Jahre 1930 — das eine Ertragssenkung auf den Stand der Jahre 1926/27 brachte — auch die der Abschreibungen wurde diesem Prinzip unterworfen, sondern sogar das Aktienkapital, wie der mit nicht unbeträchtlichen finanziellen Opfern (Ueberparistand der Aktien) verbundene Rückkauf eigener Aktien von rd. nom. 50 Mill. RM. zum Zweck der Dividendenersparnis (und daneben auch Kursstützung) beweist. Das Prinzip der Dividendenstabilität ist an sich für eine Unternehmung dieser Art ein falsches Prinzip und eine darauf aufgebaute Prestigepolitik muß zu falschen Maßnahmen führen. Die Aktie einer Industrie-Unternehmung ist eben weder mit einer Bankaktie noch mit einem Pfandbrief identisch. — Es gehört zu ihrem Wesen, daß sie wechselnde Erträge abwirft. Die auf Stabilhaltung der Dividende beruhende Prestigepolitik ist typisch für die gesamte Finanzierungspolitik der I. G. F. Sie äußert sich nachteilig in der gesamten Ertragsbehandlung und in der Aufmachung des finanziellen Status, die die Einsicht in wichtige Finanztransaktionen, wie die Vorgänge auf dem Aktienkapitalkonto, und die Beziehungen zu den ausländischen Zweiggesellschaften absichtlich verbirgt, ja sogar bezügl. der Reservenbildung durch geschickte bilanzmäßige Verteilung und Ergänzung des Aktienagios durch Ertragsrückstellungen geeignet ist, einen zu günstigen Eindruck zu erwecken. Von Nutzen erwies sie sich insofern, als sie die Konzernleitung veranlaßte, neue Methoden der Finanzierung aufzusuchen und eine direkte Verschuldung an das Ausland zu vermeiden.

Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft.

Abschließende Zusammenfassung[1]).

Der Kapitalbedarf der A.E.G. wurde in der Zeit vom 30. 9. 1923 bis 30. 9. 1930 in erster Linie durch drei in den vier ersten Geschäftsjahren in Amerika aufgenommene ungesicherte Anleihen im Gesamtbetrage von nom. 147 Mill. RM. gedeckt; die im Geschäftsjahr 1925/26 aufgenommene Anleihe in Höhe von 42 Mill. RM. war mit dem Recht auf Umwandlung in Aktien ausgestattet, von

[103]) s. z. Vgl. S. VII, Anmerkung.

dem jedoch nur in Höhe von rd. 15 Mill. RM. Gebrauch gemacht wurde. Ferner erfolgten zwei Aktien-Emissionen, die eine im Jahre 1927 in Höhe von nom. 30 Mill. RM., und zwar zum überwiegenden Teil an die alten Aktionäre, die andere — gleichen Betrags — konnte noch im Jahre 1929 in den Vereinigten Staaten untergebracht werden; die Emission einer weiteren Inlandstranche in Höhe von nom. 13,75 Mill. RM. wurde mit ihr verbunden, die der Tilgung der in Höhe von 36,25 Mill. RM. ausstehenden Vorzugsaktien diente und damit ein einheitliches Stammaktienkapital von 200 Mill. RM. schuf. Der zunehmende und überwiegende Anteil langfristigen Fremdkapitals an der gesamten finanziellen Aufbringung bewirkte ein starkes Vordringen der langfristigen Mittel im Rahmen des gesamten finanziellen Gefüges, und zwar von 6 % auf 27 % bei einer um 116 % gestiegenen Bilanzsumme. Eigenkapitalien gingen dementsprechend relativ zurück.

Die insgesamt in dem sechsjährigen Zeitraum vom 30. 9. 1924 bis 30. 9. 1930 hereingenommenen Kapitalien von fast 300 Mill. RM. wurden infolge starker Umsatzsteigerung mit rd. 55 % als zusätzliches Betriebskapital benötigt; rd. 30 % dienten dem Beteiligungserwerb, der im Geschäftsjahr 1929/30 besonders stark finanziert wurde, und nur rd. 15 % wurden der Anlagenverbesserung und -erneuerung zugeführt. Diese Relation bewirkte, daß die Vermögensstruktur des 30. 9. 1930 nur in ganz geringem Maße von der des 30. 9. 1924 abwich. Der A.E.G. kann deshalb — zumal in Anbetracht der oben erwähnten starken Umsatzausweitung — kaum der Vorwurf der Ueberexpansion gemacht werden; dies umso weniger, als die Anlagen gegenüber dem arbeitenden Kapital bis zum 30. 9. 1929 ständig an Bedeutung zurücktraten. — Die Sicherung der Anlagen, der Beteiligungen und Wertpapiere und des arbeitenden Kapitals (dieses mit durchschnittlich 90 %) durch Eigenkapitalien und langfristig aufgenommenes Fremdkapital lassen die gesamte finanzielle Konstitution als eine durchaus gesunde beurteilen.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn betrug im Durchschnitt nicht mehr als 7,7 % des emittierten Aktienkapitals und wurde nahezu restlos (93,2 %) an die Aktionäre ausgeschüttet. Diesen wurde damit in einem Zeitraum von 6 Jahren rd. 42 % des im Durchschnitt vorhandenen nominellen Aktienkapitals zurückerstattet. Eine Selbstfinanzierung aus dem Ertrag — wenigstens soweit sie in der Dotierung offener Reserven ihren Niederschlag findet, — ist demnach kaum zu verzeichnen; die beträchtliche Erhöhung der offenen Reserven von 20 Mill. RM. auf 69 Mill. RM. ist fast nur auf die Erzielung von Agio aus den verschiedenen Kapitaltransaktionen zurückzuführen. Doch scheint bei der A.E.G. die Legung stiller Reserven einen außerordentlichen Umfang angenommen zu haben; denn — wie eine Verwaltungsmitteilung ausdrücklich bestätigt — ist ihnen die Aufgabe zugewiesen, für die im Jahre 1930 beginnende Anleihe-Amortisation und die Disagio-Tilgung Vorsorge zu treffen. Das Ausmaß, in dem diese stillen Reserven geschaffen wurden, ist jedoch umsoweniger kontrollierbar, als sie nicht nur in einer Unterbewertung von Aktivposten, sondern auch auf offen ausgewiesenen Passivkonten wie z. B. dem Kreditorenkonto zu suchen sind.

Die Aufgabe, die Finanzierungspolitik der A.E.G. in eine knappe eindeutige Beurteilung zu fassen, ist mit recht beträchtlichen

Schwierigkeiten verknüpft. Diese werden in der Hauptsache hervorgerufen durch die vollkommen unzureichende Publizität; die Umsatzziffern werden nur ungenau angegeben, der Ertrag ist nicht nach seinen Quellen spezifiziert; der — besonders im letzten Jahr beträchtliche — Erwerb neuer Beteiligungen wird ebenfalls in seinen Einzelheiten nicht näher gekennzeichnet, und die Frage der Ertragseinbehaltung bleibt völlig ungeklärt. Gerade an diesem letzten Punkt läßt sich die Problematik einer Beurteilung, die auf ungewissen Daten aufbaut, klar nachweisen: je nachdem, welche Voraussetzung z. B. hinsichtlich des Umfanges des im geheimen abgesonderten und in der Unternehmung belassenen Ertrags und und damit über die Höhe des Gesamtertrags gemacht wird, muß das Urteil über den schnellen Ausbau der Unternehmung und damit auch über den Wert der aufgenommenen Auslandsanleihen sehr verschieden ausfallen; je nachdem, welche Voraussetzung ferner hinsichtlich der Unterbringung der stillen Reserven getroffen wird. kann u. U. die Frage der Werterhaltung durch Abschreibungen u. ä. ein verschiedenes Gesicht erhalten. Nach dem vorliegenden Material läßt sich nur so viel mit Genauigkeit feststellen, daß hier in gleicher Weise wie bei den Vereinigten Stahlwerken der finanzielle Aufbau keine Ansatzpunkte zur Kritik liefert, daß vielmehr auch hier bei den Beziehungen zwischen Kapital und Ertrag das Zentralproblem zu suchen ist. Da gerade diese — wie oben dargelegt — mangels hinreichenden Einblicks nur unzureichend geklärt werden können, müssen wir uns mit der allgemeinen Feststellung begnügen, daß die erzielten Erträge vor der Verminderung durch die unsichtbaren Gewinnrückstellungen vielleicht die gemachten Kapitalaufwendungen rechtfertigten; denn das Verhältnis der fixen Kosten zu den Erträgen ist nicht gerade ein ungünstiges, und ebenso würde sich vielleicht — bei Berücksichtigung der erzielten statt der veröffentlichten Erträge der — infolge der hohen Kapitalkosten zu verzeichnende — finanzielle Verlust in einen geringen finanziellen Gewinn verwandeln. — Auch scheint bei der A.E.G. — wie die Entwicklung des Verhältnisses von Umsatzvermögen zu Anlagevermögen und daneben die Angaben über den Umsatz zeigen — der Fehler der Ueberexpansion vermieden worden zu sein; es sei denn, daß auf den Anlagekonten erhebliche stille Reserven geschaffen wurden.

Imperial Chemical Industries, Ltd.

Vorbemerkung.

Die Gründung der Imperial Chemical Industries Ltd. war mit dem 5. 12. 1926 formell zu Ende geführt[104]). Die Gesellschaft hatte mit 65 Mill. £ autorisiertem Gründungskapital das größte Anfangskapital aller bisher in England registrierten Gesellschaften. Zugleich bedeutete die Schaffung dieses Chemietrusts in England den ersten Schritt zur Industrievertrustung[105]). Die Zusammenfassung der füh-

[104]) „Frankfurter Zeitung" vom 5. 12. 1926.

[105]) Diese und die nachstehenden Ausführungen wurden der „Vossische Zeitung" vom 8. 9. 1927 entnommen. — S. auch „The Economist" v. 26. 5. 28 u. 9. 6. 28."

renden chemischen Unternehmungen unter einer Dachgesellschaft ergab sich aus der Notwendigkeit, die Konkurrenz untereinander wie auch die von Deutschland und Amerika auszuschalten. So wurden die bereits bestehenden Arbeitsgemeinschaften in der chemischen Industrie Englands durch Aktientausch in die festere Form des Trusts überführt. Der Name dieses Trusts weist schon darauf hin, daß er sich in seiner produktiven Tätigkeit keineswegs auf England beschränkt; er unterhält Werke in der ganzen Welt, so in Kanada, Südafrika, Neuseeland, Indien, Südamerika und natürlich auch in England selbst. — Die größte der in dem neuen Konzern zusammengefaßten Unternehmungen ist die im Jahre 1873 mit einem Kapital von 5 000 £ gegründete Firma Brunner, Mond & Co., die 1881 mit einem Kapital von 600 000 £ in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde; zur Zeit der Gründung des Chemietrusts betrug das Aktienkapital bereits 15 Mill. £. Das Unternehmen beschäftigte sich vorwiegend mit der Herstellung von Alkalien. Das nächst größte der fusionierten Werke ist Nobel Undustries Ltd., eine Unternehmung, die im Jahre 1871 von dem bekannten Erfinder Alfred Nobel mit einem Kapital von 240 000 £ zur Herstellung von Sprengstoffen gegründet wurde; im Jahre 1926 hatte sie bereits ein Kapital von 16 Mill. £. Die dritte jetzt zum Imperial Chemical Trust gehörende Gesellschaft ist die United Alcali Co. Ltd., die im Jahre 1890 gegründet wurde; sie produziert hauptsächlich Chemikalien für den Bedarf der Landwirtschaft, Zement, Desinfektionsmittel und Farbstoffe. Ihr Kapital betrug z. Zt. der Eingliederung in den Trust 3,7 Mill. £. Die vierte und letzte der im Jahre 1926 in dem Trust voll aufgegangenen Gesellschaften ist die British Dyestuff-Corporation, eine Kriegsgründung, die sich als nötig erwiesen hatte, nachdem England von seinen Bezugsquellen für Rohstoffe zur Herstellung synthetischer Farbstoffe abgeschnitten war. Ihr Kapital belief sich z. Zt. der Trustgründung auf 4,7 Mill. £. — Während das Aktienkapital dieser Unternehmungen vollständig an den Trust überging, teilt dieser bei vielen anderen Unternehmungen die Leitungsbefugnis mit Vertretern anderer Aktionäre[106]). Eine dritte Gruppe von börsengängigen und anderen Beteiligungen wird in Fortführung der Geschäftspolitik einiger der vertrusteten Gesellschaften gehalten, die darin einen neutralen und daher im Notfalle leicht realisierbaren Dispositionsfonds und zugleich das Mittel sehen, neue geschäftliche Transaktionen durchzuführen[106]).

Kapitel 1.

Quellen des Kapitals[107]).

a) Aktienkapital:

Wie schon oben erwähnt wurde, ist das Aktienkapital hier der Gegenwert für die den Aktionären der vier zusammengeschlossenen Gesellschaften abgekauften Aktien. Es bestand z. Zt. der Trustgründung aus 15 470 647 7%igen kumulativen Vorzugsaktien zu je 1 £, 29 915 971 Stammaktien zu je 1 £, die auf eine nicht nachzahlbare 7 %ige Dividende und auf 2/3 des verbleibenden Gewinnes An-

106) Geschäftsbericht vom Jahre 1930, S. 4.
107) S. z. Vgl. Tab. II S. 56.

spruch haben und aus 18 256 228 Nachzugsaktien zu je 10 s. Die Art der Gewinnaufteilung zwischen den drei Kategorien von Aktien zeigt, daß die Vorzugsaktien dem Charakter von Obligationen sehr nahe kommen, daß dagegen die hier als Stammaktien bezeichneten Anteilspapiere eine Mittelstellung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien einnehmen, während sich die Nachzugsaktien von den üblichen Stammaktien allein durch die Beschränkung auf ein Drittel des verbleibenden Reingewinns unterscheiden. Diese letzte Kategorie, die Nachzugsaktien, wurden an die Aktionäre der Brunner-Mond- und Nobelgesellschaften ausgegeben, um ihnen einen Anteil an dem künftigen Ausbau zu gewährleisten[108]). Im übrigen wurden darüber hinaus Einzelheiten der Fusionsbedingungen, insbesondere der Anteil jeder der vier verschmolzenen Gesellschaften an den ausgewiesenen Eigenkapitalien nicht bekanntgegeben. — Die große Differenz zwischen dem vom Imperial Chemical Trust übernommenen Gesamtkapital, das sich auf ungefähr 38—39 Mill. £ belief, und den dafür hergegebenen eigenen Aktien, die einen Nominalwert von unsgesamt 54,5 Mill. £ hatten, erregte schon vorzeitig Kritik; diese wurde anläßlich der schnell aufeinander folgenden späteren Emissionen immer von neuem entfacht und ist nie ganz verstummt. Hier sei eine kritische Aeußerung für viele wiedergegeben.

> „ . . . Schon bei der Gründung des Trusts wurden Stimmen laut, die das Unternehmen für beträchtlich überkapitalisiert erklärten . . . Es war allerdings nur berechtigt, daß man den Aktionären von Brunner, Mond & Comp. und der United Alcali Comp. einen Umtauchkurs gewährte, der weit über pari lag. In den englischen Kreisen jedoch, welche die Verhältnisse kennen, wurde dagegen der Auffassung Ausdruck gegeben, daß man andererseits die Aktien der Nobel Industry Ltd. und auch vor allem die der British Dyestuff wesentlich niedriger hätte bewerten müssen, als dies in Wirklichkeit der Fall war"[109]). (Denn die British Dyestuff Coporation rentierte als Einzelgesellschaft nie, sondern brachte stets große Verluste[109]).

Am 31. 12. 1927 belief sich das emittierte Kapital auf rd. 58,17 Mill. £[110]). Die Differenz von rd. 4 Mill. £ gegenüber dem Gründungskapital[111]) erklärt sich aus der Uebernahme einiger weiterer bis dahin noch in den Händen der Vorbesitzer verbliebener Aktien der vier Gründergesellschaften. Mit ihnen waren insgesamt 96 % der zu übernehmenden Aktienkapitalien in die Hände des Trusts übergegangen[112]). Das folgende Geschäftsjahr brachte eine weitere Aktienemission, die die Aktienkapitalien um 7 575 812 £ auf etwas über 65 Mill. £ erhöhte. Die neu begebenen Aktien wurden mit 4 485 140 £ den alten Aktionären angeboten; sie bestanden aus 3,36 Mill. £ Stammanteilen und 1,12 Mill. £ Nachzugsaktien und wurden durch die neu gegründete „Finance Company of Great Britain and America", an der der Chemietrust mit 1 Mill. £

---

108) „Industrie- und Handelszeitung" vom 23. 4. 1929.
109) „Industrie- und Handelszeitung" vom 24. 5. 1928.
110) S. Bilanz vom Jahre 1927.
111) S. z. Vgl. S. 48 oben.
112) Gründungsbericht vom März 1927.

beteiligt ist, garantiert[113]). — 1 769 288 £ dienten dem Erwerb weiterer Aktien der vier Gründergesellschaften und neuer Angliederungen, wie der an der British Copper, Elliots Metal, Cassel, Cyanide usw.; der Rest von 1 321 384 £ wurde teilweise der Nobel Industries Ltd. gegen Barzahlung überlassen, die damit ihre Anleiheschulden ablösen sollte und teilweise von den Angestellten des Trusts erworben. — Die Erhöhung des autorisierten Kapitals um 10 Mill. £, die noch im gleichen Jahre bewilligt wurde, wurde in englischen Bank- und Industriekreisen nicht gerade mit Begeisterung aufgenommen[114]). Man hätte allgemein eine weniger großzügige Prestigepolitik, als sie die schnell aufeinanderfolgenden Kapitalerhöhungen, die ursprüngliche Kapitalbemessung und die Behandlung des ersten Reingewinns[115]) erkennen lassen, lieber gesehen[114]). Zur Ausgabe gelangte das autorisierte Kapital erst im April des Jahres 1929 und zwar mit rd. 4,5 Mill. £ Vorzugsaktien und mit rd. 6,2 Mill. £ Stammaktien[116]). Die Aktien wurden von der Finance Comp. of Great Britain and America und der Chase Securities Co. aufgelegt[117]). Der Vorsitzende des Trusts, Lord Melchett, geb. Alfred Mond, äußerte sich bezüglich dieser neuen Emission dahin, daß die neuen Kapitalforderungen natürlich auf den ersten Blick recht bedeutend aussähen, daß man jedoch die Bedürfnisse für den Ausbau nicht unterschätzen dürfe. Auch im Verhältnis zur Größe des ganzen Konzerns könnten sie nicht als übertrieben angesehen werden[118]). Damit ist natürlich über den eigentlichen Verwendungszweck der neuen Mittel kaum etwas ausgesagt, doch geht aus den der tatsächlichen Emission vorangegangenen Pressemeldungen hervor, daß man die neuen Mittel weniger für den Erwerb weiterer Unternehmungen als für die Durchführung des Modernisierungsprogramms und zur Verbesserung der Kontrollorganisation zu verwenden gedachte[119]). Der Vorsitzende des Konzerns betonte in der Generalversammlung vom Mai 1930, daß man mit der vorjährigen Kapitalerhöhung die Kapitalbedürfnisse nicht nur für das laufende Jahr, sondern wahrscheinlich für längere Zeit gedeckt zu haben glaube[120]). Wenn auch noch im Jahre 1929 das autorisierte Kapital von 75 Mill. £ auf 95 Mill. £ erhöht wurde[121]), so blieben diese Aktien doch zum größten Teil während des folgenden Jahres im Portefeuille; nur ein verschwindend kleiner Betrag von 190 070 £ diente dem Aktientausch zwischen dem Trust und den Besitzern von Aktienminderheiten der vertrusteten Gesellschaften[122]). Die schwierige Situation, die sich nach dem Tode des Präsidenten, Lord Melchett, im Dezember 1930 für die Finanzierungspolitik der nahen Zukunft ergab, kennzeichnete die Presse[123]) wie folgt:

---

113) „Berliner Tageblatt" vom 1. 6. 1928.
114) „Kölnische Zeitung" vom 6. 6. 1928.
115) S. z. Vgl. Kap. 2.
116) „Vossische Zeitung" I vom 19. 4. 1929. — „The Economist" vom 20. 4. 29.
117) „Frankfurter Zeitung" III vom 19. 4. 1929.
118) „Industrie- und Handelszeitung" vom 23. 4. 1929.
119) „Berliner Tageblatt" vom 1. 6. 1928.
120) „Frankfurter Zeitung" vom 3. 5. 1930.
121) S. Bilanz.
122) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.
123) „Berliner Tageblatt" vom 7. 1. 1931.

„Das schwierigste Problem, vor welches aber der Nachfolger Lord Melchetts gestellt werden wird, ist das Finanzproblem. Die City hat schon lange an der Finanzpolitik des Melchett-Trusts Kritik geübt und die einander schnell folgenden Kapitalerhöhungen haben diese Kritik noch verschärft. . . . Schwieriger liegen die Dinge in Hinsicht auf die Durchführung weiterer Finanzierungspläne. Daß der Trust solche Pläne hat und haben muß, ergibt sich aus seiner ganzen Struktur, welche noch durchaus abrundungsbedürftig ist. . . . Ob künftiger Geldbedarf in der bisherigen Weise befriedigt werden kann, wenn hinter etwaigen Neuemissionen nicht mehr der Name Alfred Monds steht, das ist vielleicht die schwierigste Frage, welche der Trust in naher Zukunft zu lösen haben wird."

Abschließend sei eine Uebersicht über die Gesamtemissionen und die Art des Gegenwertes angefügt:

Aktienkapital bei der Gründung	54 514 732	£
Erhöhung des Akt. Kap. während des		
Geschäftsjahres 1927 um	3 655 117	„
Geschäftsjahres 1928 um	7 575 812	„
Geschäftsjahres 1929 um	10 736 099	„
Geschäftsjahres 1930 um	190 070	„
Insgesamt:	22 157 098	£
Der Gegenwert setzte sich zusammen		
aus Beteiligungen mit	6 935 859	£
aus flüssigen Mitteln mit	15 221 239	„
Insgesamt	22 157 098	£

Aus vorstehender Aufstellung geht hervor, daß sich das Gründungskapital während vierer Jahre um beinahe die Hälfte seiner Summe erhöht hat, und daß von dieser Erhöhung reichlich 2/3 zur Herbeischaffung flüssiger Mittel dienten. Wenn auch auf die Frage der Ueberexpansion erst im Zusammenhang mit der Betrachtung der Reingewinngrößen[124]) näher eingegangen werden kann, so beleuchten doch die eben erwähnten Zahlen, insbesondere auch die Tatsache, daß ab 1930 ein Kapital von nahezu 77 Mill. £ zu verzinsen ist, bereits eindrucksvoll die überaus schnelle Expansion des Konzerns.

b) Reserven:

Die offenen Rückstellungen erscheinen in der Bilanz einmal als „Allgemeine Reserve", die in „Kapitalreserven" und „Freie Reserven" gegliedert ist und dann als „Zentraler Modernisierungsfonds"; dieser wurde 1928 mit dem Gewinn, der sich bei der Liquidation der Nobel Industries als Differenz zwischen dem Buchwert der Beteiligungspapiere und den neu bewerteten Aktiven ergab, erstmalig gespeist[125]), und wird als eine strategische Reserve betrachtet, die an beliebiger Stelle des Konzerns jederzeit eingesetzt werden kann[126]). Der Modernisierungsfonds trat an die Stelle der ein-

[124]) S. Kap. 2.
[125]) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.
[126]) „Frankfurter Zeitung" vom 24. 4. 1929.

zelnen Fonds, die bisher von den verschiedenen Subsidiärgesellschaften geführt wurden und kann demgemäß von ihnen dem Bedarf entsprechend in Anspruch genommen werden; ebenso müssen alle Gesellschaften zu seiner Dotierung beitragen. Diese Neuerung auf buchungstechnischem Gebiet bedeutet vielleicht auch einen weiteren Schritt zu einer strafferen finanziellen Organisation. Jedenfalls darf nicht vergessen werden, daß der Erneuerungsfonds sich nicht nur in seiner Eigenschaft als Aufwandsrückstellung von den übrigen echten Reserven unterscheidet, sondern auch dadurch, daß seine Einfügung in die Bilanz der Dachgesellschaft eigentlich eine gewisse Inkonsequenz bedeutet; denn er ist ja nicht für die Beteiligungen und sonstigen Aktiven des Dachunternehmens ein finanzieller Rückhalt, sondern kommt höchstens auf dem Umweg über die einzelnen Konzerngesellschaften dem Spitzenunternehmen zugute. Dieses führt also eigentlich den allgemeinen Erneuerungsfonds nur als Treuhänder. — Wie aus nachfolgender Aufstellung hervorgeht, empfangen die Kapitalreserven vor allem das Aktienagio aus Neuemissionen; die freien Reserven und der Modernisierungsfonds teilen sich in die Ertragsrückstellungen; einmalige außerbetriebliche Gewinne, wie der aus der Lquidation der Nobel Industries, Ltd., werden auf alle Reserven verteilt. Die Zuflüsse aus Aktienaufgeld sind im Jahre 1930 bis auf 17 % des nominellen Aktienkapitals angewachsen; die Ertragsrückstellungen (einschl. Gewinnvorträge) machen insgesamt nur rd. 70 % eines Durchschnittsjahresreingewinns aus.

Uebersicht über die Reservendotierung[127]).

Kapitalreserven:				
Aktienaufgeld	291 024	(1927)		
	2 929 781	(1928)		
	4 195 979	(1929)	7 416 784	
Buchgewinn aus der Liquid. der Nobel Ind. Ltd.	2 308 216	(1928)	2 308 216	9 725 000
Freie Reserven:				
Ertr. Rückst.	408 977	(1927)		
	1 000 000	(1928)		
	529 020	(1929)	1 937 997	
Buchgewinn aus der Liquid. der Nobel Ind. Ltd.	1 000 000	(1928)	1 000 000	
Gewinn aus Beteil. Verkauf	62 003	(1928)	62 003	3 000 000
Modernisierungsfonds:				
Ertr. Rückst.	509 138	(1928)		
	575 479	(1929)		
	500 000	(1930)	1 584 617	
Buchgewinn aus der Liquid. der Nobel Ind. Ltd.	2 500 000	(1928)	2 500 000	
Gewinn der Synthetic Ammonia & Nitrates	415 383	(1929)	415 383	4 500 000

[127]) Nach den Geschäftsberichten zusammengestellt.

c) Verpflichtungen gegenüber Konzerngesellschaften:

Diese Verpflichtungen, die nicht näher spezifiziert werden, haben sich wahrscheinlich zur Hauptsache aus der Uebernahme von Beteigungen durch den Konzern ergeben; sie schwanken um 6,4—8,7 Mill. £ und werden durch entsprechende Konzernforderungen weit überholt.

d) Sonstige Verpflichtungen.

Die sonstigen Verpflichtungen, die wenigstens seit dem Jahre 1929[128]) auch Rückstellungen für Steuerzahlungen und für Eventualverpflichtungen aus Garantieübernahme für Konzerngesellschaften umfassen, betragen durchschnittlich rd. 2 Mill. £; sie wurden in den drei letzten Jahren zunehmend von entsprechenden Forderungen überholt.

Kapitel 2.

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

Der Gewinn des Imperial Chemical Ind.-Trusts setzt sich aus der Gesamtheit der auf die Beteiligungen zu empfangenden Dividenden zusammen. Dabei bleibt es unklar, inwieweit über die Gesamtunkosten einschl. der Abschreibungen hinaus Teile der Erträge bei den einzelnen Konzerngesellschaften zu besonderen Reservestellungen zurückbehalten wurden. Ausdrücklich betont wurde allerdings, daß außerbetriebliche Gewinne — wie sie sich aus der Veräußerung von Beteiligungen bei den einzelnen Konzerngesellschaften zuweilen ergaben — nicht in Dividendenform an die Spitzenorganisation ausgeschüttet, sondern bei den betreffenden Unternehmungen in die Reserve gestellt wurden[129]). Die Mitteilungen über die Zurückbehaltung von Betriebsgewinnen bei den einzelnen Konzerngesellschaften sind sehr spärlich und dazu widersprechend. Im Jahre 1929 gab der Vorsitzende zu, daß in den Konzerngesellschaften keine Gewinne zurückgelassen werden[130]). Im folgenden Jahre, als es galt, Verluste bei einigen der fusionierten Unternehmen in einem milderen Lichte erscheinen zu lassen, wurde erklärt, „daß nur diejenigen Teile als Gewinne erscheinen, die als Dividende ausgeschüttet werden sollen, die darüber hinausgehenden Gewinne, die bei Tochtergesellschaften zurückgestellt werden, seien wesentlich höher als die Verluste bei anderen Tochtergesellschaften"[131]). Angesichts der im folgenden zu besprechenden offenkundigen Bestrebungen der Konzernleitung, die Dividende aus Prestigerücksichten möglichst hoch zu halten und auch angesichts des späteren rapiden Absinkens der I.Ch.I.-Kurse erscheint es glaubhafter, daß die bei den Konzerngesellschaften erzielten Erträge mit den Ausschüttungen der der Imperial Chemical Ind. ziemlich identisch waren. Daß die Kon-

[128]) Seit 1929 wird zu der Kontenbezeichnung „Sundry Creditors" hinzugefügt, „. . . & Provision For Taxation and Contingencies".
[129]) „Industrie- und Handelszeitung" vom 24. 5. 1928.
[130]) „Industrie- und Handelszeitung" vom 23. 4. 1929.
[131]) „Frankfurter Zeitung" vom 3. 5. 1930.

zernleitung vermutlich bestrebt war, eine sehr liberale Dividendenpolitik zu treiben, geht vor allem aus verschiedenen Presseberichten und den in ihnen angeführten Tatsachen hervor. So berichtete die „Industrie- und Handelszeitung“[132]):

> „Die vier Gründergesellschaften haben in ihren letzten Geschäftsjahren insgesamt eine Gewinnsumme von 2,86 Mill. £ erzielt. Wenn jetzt 1,8 Mill. £ mehr an Gewinn ausgewiesen werden, so ist schwer zu sagen, ob es sich hierbei nicht um Ziffern handelt, welche den Beweis der gelungenen Rationalisierung erbringen sollen. An sich hat sich in der Lage der chemischen Industrie nichts zum Besseren geändert. Der Mehrausweis müßte demnach lediglich als Rationalisierungsgewinn angesehen werden.“

Die „Kölnische Zeitung“ schrieb[133]):

> „. . . Ihre schwächste Stelle, die Farbstoffindustrie, bedarf noch der Kräftigung. Solange diese aber nicht eingetreten ist, . . . ist die Prestigepolitik, welche der britische Trust . . . in der Verwendung des bilanzmäßigen Reingewinns für sein erstes Geschäftsjahr getrieben hat, als Gefahr anzusehen.“

Für das zweite Geschäftsjahr äußerte sich die „Industrie- und Handelszeitung“ wie folgt[134]):

> „Gerade das Geständnis, daß in den Konzerngesellschaften keine Gewinne zurückgelassen werden, bestätigt die Ansicht der englischen Anlegerkreise, daß man den Dividendenzusagen anläßlich der Gründung des Chemie-Trusts nur durch volle Inanspruchnahme der Betriebsgewinne gerecht werden kann“.

Im Jahre 1929 wurde das Mißtrauen gegenüber der Dividendenpolitik der Imperial Chemical Ind. stark vertieft durch die Ausschüttung einer 41¼%igen Dividende im Betrage von 5 347 000 £ durch Brunner, Mond & Co. Ltd. an die Dachgesellschaft[135]), zumal die letzte Dividende vor der Fusion nur 10½% betragen hatte. Die Tatsache der hohen Ausschüttung wurde einwandfrei an Hand des geringen Bruchteils der Brunner-Mond-Aktien, der sich noch in Händen freier Aktionäre befand, festgestellt. Daraufhin nahm man natürlich allgemein an, daß eine derartig hohe Ausschüttung einer Einzelgesellschaft nötig gewesen war, um einen nur einigermaßen befriedigenden Gewinn bei der Dachgesellschaft zu erzielen[137]). Die Erklärungen, die der Vorsitzende abgab[137]), um die Börse zu beruhigen, waren nicht sehr beweiskräftig. Er teilte mit, daß 2 517 000 £ der ausgeschütteten Gewinne aus Kursgewinnen und Neubewertung gewisser Wertpapierposten stammten, die Brunner-Mond & Co. an die Imperial Chemical Ind. zu übertragen wünschte. Bei dieser Gesellschaft sei aber nur der Teil in der Gewinn- und

---

132) „Industrie- und Handelszeitung“ vom 24. 5. 1928.
133) „Kölnische Zeitung“ vom 6. 6. 1928.
134) „Industrie- und Handelszeitung“ vom 23. 4. 1929.
135) „Berliner-Börsen-Curier“ vom 31. 7. 1930.
137) „Frankfurter Zeitung“ vom 8. 7. 1930. „Berliner-Börsen-Curier“ vom 31. 7. 1930.

Verlustrechnung erschienen, der regelrechte Betriebsgewinne darstellte. Man habe diesen Weg der Kapitalübertragung gewählt, da es keinen anderen legitimen Weg gäbe, um Kapital von einer Tochtergesellschaft an die Stammgesellschaft zu übertragen. — Mit Recht weist die „Frankfurter Zeitung"[138]) darauf hin, daß ein derartiger Substanzentzug bei einer Konzerngesellschaft eigentlich eine Abänderung des Buchwertes der entsprechenden Beteiligung notwendig mache, da sonst dieselben Werte in der Imperial Chemical-Bilanz doppelt vorkommen. Als mindestens ebenso wichtig erhob sich die Frage, wie das übertragene Kapital bei der Dachgesellschaft bilanziert worden sei, wenn es nicht als Dividende verausgabt wurde. Die von der Konzernleitung gegebene offizielle Erklärung, daß es als eine versteckte Kapitalreserve behandelt worden sei, erwies sich ebenfalls als nicht stichhaltig. Die deutsche Presse[139]) machte sich die Argumentation der „Financial News" zueigen, daß sich die Einführung einer versteckten Reserve entweder in einer Heraufschreibung der Verbindlichkeiten oder in einer Herunterschreibung der Aktiven äußern müsse. Eine nähere Prüfung der Bilanz ergibt jedoch, daß sich die Reserveerhöhungen des Jahres 1929 genau auf ihren Ursprung verfolgen lassen[140]), während die Beteiligungen entsprechend der erhöhten Verschuldung an Konzerngesellschaften gestiegen sind. — Das Mißtrauen, das durch die vorstehend angeführten Tatsachen einer allzu unbekümmerten Dividendenpolitik schon in hohem Maße geweckt war, wurde noch verstärkt durch die mit Bezug auf den Beteiligungsbesitz geübte Bewertungspolitik[141]). Dieser Frage kommt u. E. umso stärkere Bedeutung zu, als etwaige Verluste von einzelnen Konzerngesellschaften — wie der der British Dyestuff Corp.[142]) — sich bei dem Dachunternehmen nur in dem Fehlen einer Dividende äußern, sich nicht aber auch zwangsläufig in einen spürbaren Verlust verwandeln. Damit dieser nach außen in Erscheinung tritt und damit die Beteiligungswerte der Dachgesellschaft den entsprechenden Vermögenswerten des Einzelunternehmens angepaßt werden, ist immer eine Herabschreibung des Buchwertes der fraglichen Beteiligung notwendig; diese ist aber niemals vorgenommen worden, auch nicht, als die Dividende auf die Stammaktien im Jahre 1930 von 8 % auf 6 % herabgesetzt werden mußte und als man erkannte, daß die Ertragsfähigkeit der Stickstoffwerke von Billingham, für deren Anlagenausbau ca. 12 Mill. £ aufgewendet worden waren, und die nach ihrer Fertigstellung höchstens zur Hälfte beschäftigt waren, überschätzt worden war[143]); ebenfalls nicht für die notierten Wertpapiere, die lt. Bemerkung am Fuße der Bilanz im Jahre 1930 schon eine Entwertung von 2 723 365 £ aufwiesen.

Alle die in diesem Abschnitt ausgeführten und gegen eine vorsichtige Finanzpolitik sprechenden Tatsachen führten dazu, daß sich die Kurse der Imperial Chemical.Ind.-Aktien zunehmend abschwächten. Die Stammaktien, die noch im Jahre 1929 einen Höchstkurs von

---

138) „Frankfurter Zeitung" vom 8. 7. 1930.
139) „Berliner-Börsen-Curier" vom 31. 7. 1930.
140) S. z. Vgl. S. 51.
141) S. z. Vgl. S. 48 f.
142) „Industrie- und Handelszeitung" vom 24. 5. 1928. „Vossische Zeitung" I vom 28. 5. 1931.
143) „Berliner Tageblatt" II vom 27. 8. 1930.

45/6 s hatten, fielen im folgenden Jahr auf 29 s und waren Anfang 1931 auf 16/6 s, also bereits beträchtlich unter pari angelangt[144]).

Tabelle I. in 1000 £.

Geschäftsjahr	Aktienkapital insgesamt	Zur Dividendenzahlung verfügbarer Reingewinn	Dividenden auf das Vorzugsaktienkapital	Dividenden auf das Stammaktienkapital	Dividenden auf das Nachzugsaktienkapital	Vorzugsdividende in Prozent des Vorzugsaktienkapitals	Stammdividende in Prozent des Stammaktienkapitals	Nachzugsdividend. in Prozent des Nachzugsaktienkapitals	Gesamtdividende in Prozent des Reingewinns	Nichtausgeschütteter Reinertrag 1
1927	58 170	4 442	1 145	2 636	169	7	8	1¾	89	492
1828	65 746	5 213	1 195	2 813	178	7	8	1¾	79	1 027
1929	76 482	6 354	1 408	3 384	217	7	8	2	77	1 345
1930	76 672	4 972	1 555	2 615	—	7	6	—	78	802
Insges. Durchschnitt	69 268	20 981	5 303	11 448	564	7	7,5	1,4	81	3 666

1. Zuweisungen an die allgemeine Reserve und an den zentralen Erneurungsfonds, Erhöhung des Gewinnvortrags.

Tab. I ist hier nur als Ergänzung zu den vorstehenden Ausführungen zu betrachten. Es läßt sich aus ihr errechnen, daß der durchschnittlich zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn nicht mehr als 7,6 % des im Durchschnitt vorhandenen Aktienkapitals ausmachte. Er wurde mit rd. 81 % d. s. rd. 25 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals an die Aktionäre ausgeschüttet. Die nicht ausgeschütteten Reinerträge von 3,67 Mill. £ betrugen insgesamt nicht mehr als rd. 5 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals. Der beträchtliche Rückgang des Reingewinnes im Jahre 1930 hatte eine Kürzung der bis dahin stabilen Stammdividende um 2 % auf 6 % und außerdem den Fortfall der Nachzugsdividende zur Folge.

Wie aus den vorangegangenen Ausführungen selbstverständlich ist, dürfen die zahlenmäßig gewonnenen Ergebnisse nicht als gültiger Maßstab für die Beurteilung angesehen werden; denn sowohl Bilanz als auch Gewinn- und Verlustrechnung der Holdinggesellschaft spiegeln in der vorliegenden Form die Lage der angeschlossenen Gesellschaften nur ganz unvollkommen wider. Dazu kommt, daß die Bilanzen der Subsidiärgesellschaften nicht bekanntgegeben werden[145]).

Kapitel 3.

Gliederung des Kapitals.

Die prozentuale Aufgliederung der Bilanzen in nachstehender Tabelle III gibt zwar ein Bild von dem Charakter der Holdinggesellschaft, ist aber im Grunde für die Beurteilung des Konzerns wenig aufschlußreich. Die Fragen der Ueberexpansion und der Ausbeutung der Subsidiärgesellschaften zugunsten des Dachunternehmens sind hier vordringlicher als die der Gliederung der Kapitalien. — Die breite Basis der Eigenkapitalien — diese betrugen nie weniger als 82 % der Bilanzsumme — wurde schon durch die Art der Gründung bedingt. Der Name des Konzerns, die imposante

144) „Berliner-Börsen-Curier" vom 31. 7. 1930. „Frankfurter Zeitung" vom 25. 3. 1931.

145) „Frankfurter Zeitung" vom 25. 3. 1931.

Kapitalziffer, eine Verzinsung, die den Erwartungen entsprach, alles das ermöglichte bei den damaligen wirtschaftlichen Gegebenheiten und noch dazu teilweise mit Hilfe der Gründung der „Finance Company of Great Britain and America" die Placierung weiterer Aktien in dem gewünschten Umfang. Das und die den einzelnen Untergesellschaften verbleibende Möglichkeit zur selbständigen Kapitalbeschaffung erhielten zwangsläufig das Fremdkapital auf einem niedrigen Stand. Doch erscheint eine nicht in der Bilanz, wohl aber in einer Fußnote immer wiederkehrende Bemerkung in diesem Zusammenhang von Bedeutung, und zwar der Hinweis des Holdingunternehmens auf Garantieübernahme für Bankverpflichtungen und Debentures der Subsidiärgesellschaften; dies umso mehr, als sich ab 1929 mehrere Anzeichen für Rentabilitätseinbußen bei Untergesellschaften bemerkbar machen, nämlich Verringerung der Dividendenzahlung, Aufschub der tatsächlichen Ausschüttung über den Fälligkeitstermin hinaus und Verlustabschluß bei einigen der angeschlossenen Unternehmungen[146]).

Tabelle II.

Geschäftsjahr	Aktienkapital 1		Reserven 2		Langfristige Verbindlichkeit. 3		Kurzfristige Verbindlichkeit. 4		Reingewinn		Gesamtkapital	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1927	58 169 849	81	782 680	1	7651382	11	846480	1	3 950 237	6	71 400 628	100
1928	65 745 661	73	11 118 771	12	7524181	8	2103583	2	4 185 750	5	90 677 946	100
1929	76 481 759	69	17 075 923	15	8740104	8	3336502	3	5 009 072	5	110 643 360	100
1930	76 671 830	71	17 878 483	16	6435617	6	2717980	3	4 169 835	4	107 873 745	100

1. Vorzugs-, Stamm- und Nachzugsaktien.
2. Allgemeine Reserve, Erneuerungsfonds, Gewinnvortrag.
3. Verpflichtungen gegenüber Konzerngesellschaften; (aus der gegenüber früheren Jahren abweichenden Bilanzierung im Jahre 1930, nach der diese Verpflichtungen als Abzugsposten unter den Beteiligungen eingestellt sind, ist zu entnehmen, daß se langfristiger Art sind).
4. Verschiedene Kreditoren.
5. Verteilbarer Reingewinn (Vor- und Schlußdividende).

Kapitel 4.

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle III.

Geschäftsjahr	Beteiligungen 1		Kredite an Konzerngesellschaften 2		Verwaltungsvermögen 3		Gesamtvermögen	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1927	58 809 700	82	8 345 231	12	4 245 697	6	71 400 628	100
1928	68 498 933	75	16 182 794	18	5 996 219	7	90 677 946	100
1929	68 912 615	62	26 116 388	24	15 614 357	14	110 643 360	100
1930	70 335 465	65	26 252 623	24	11 285 657	11	107 873 745	100

1. Darunter mit jeweils mindestens 54 Mill. £ nahezu 100 %iger Besitz der Anteile eigener Konzerngesellschaften.
2. Ausleihungen an Tochtergesellschaften für Kapitalausgaben und allgemeinen Ausbau; dazu für 1929 4,7 Mill. £ und für 1930 3,1 Mill. £ von Subsidiärgesellschaften zu leistende Dividendenzahlung.

[146]) „Frankfurter Zeitung" vom 3. 5. 1930.

3. Land, Gebäude, Einrichtung, flüssige Mittel, Darlehen an Arbeiter und Angestellte (z. T. im Zusammenhang mit Aktienerwerb), Patente, verschiedene Debitoren. Außerdem sind für 1927 darin enthalten die aktivierten Gründungskosten mit rd. 1,26 Mill. £ und — entsprechend der Einreihung der vollen Jahresdividende unter die Passiva — die flüssigen Mittel, die im Laufe des Jahres bereits ausgeschüttet wurden (1,53 — 2,08 Mill. £).

Tabelle IV.

Beziehungsgrößen (%)	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Gesamtes langfristiges Kapital zu fixen Kapitalanlagen (100).	99	100	108	105	103
Eigenkapitalzu zu fixen Kap. Anl. (100).	88	91	98	98	94
Eigenkapital zu Beteiligungen (100).	100	112	136	134	121
Eig. Kap. zu Krediten an Subs. Ges. (100).	706	475	358	360	475
Die fixen Kap. Anl. überdeckendes ges. langfr. Kap. zu Verw. Vermögen (100).	—	—	53 +)	48 +)	—

+) Verwaltungsvermögen nach Entnahme der Dividendenbeträge.

Die neuen Mittel von rd. 36 Mill. £, die die Kapitalien des Jahres 1927 um reichlich die Hälfte erhöhten, dienten nach Tab. III mit rd. 18 Mill. £, also 50 % der neu aufgenommenen Gelder, zur Finanzierung der angeschlossenen Fabrikationsunternehmen; welche Vermögensform sie dort in der Hauptsache annahmen, wurde nicht mitgeteilt. Rd. 11 Mill. £ wurden weiteren Expansionstendenzen nutzbar gemacht und erhöhten die Beteiligungen um 20 %. 7 Mill. £ kamen den als „Verwaltungsvermögen" bezeichneten Aktiven zugute, darunter mit rd. 5 Mill. £ den „verschiedenen Debitoren"; deren schnelles Anwachsen im Jahre 1929 läßt vermuten, daß sie nicht nur durch die Verwaltungstätigkeit, also z. B. durch Vorauszahlungen entstanden sind, sondern auch im Geschäftsverkehr mit den Subsidiärgesellschaften. — Zeitlich teilen sich fast ausschließlich die Jahre 1928 und 1929 in die Durchführung der eben gekennzeichneten Transaktionen.

Strukturell gesehen, macht sich in dem prozentualen Ansteigen der Kredite an Konzerngesellschaften naturgemäß die zunehmende finanzielle Verflechtung des Dachunternehmens mit den Subsidiärgesellschaften bemerkbar. Das bedeutet für den Aktionär der Holdinggesellschaft, daß sich seine Stellung gegenüber den Konzernunternehmungen von der eines Eigentümers zu der eines vermutlich ungesicherten Gläubigers verschiebt. Die Schwäche seiner Stellung liegt vor allem darin, daß ihm unbekannt bleibt, welche Rechte seinen Eigentums- bzw. Forderungsrechten noch vorgelagert sind.

Dieses Hinüberwechseln der Finanzierungspolitik von dem Beteiligungserwerb zur Kapitalvermittlung kommt auch in den letzten beiden Zahlenreihen der Tab. IV zum Ausdruck. Im übrigen interessiert uns in qualitativer Hinsicht noch die Tatsache, daß sämtliche langfristig angelegten Gelder auch langfristig aufgenommen wurden, und daß allein die Eigenkapitalien in den beiden letzten Jahren schon 98 % der langfristig verwerteten Mittel deckten. Berücksichtigt man, daß sich unter den Beteiligungen im Durchschnitt 10 % börsengängige Wertpapiere befinden, so geben die errechneten Zahlen sogar ein noch etwas zu ungünstiges Bild. Auch

der Liquiditätsgrad erweist sich in den Jahren 1929 und 1930 als sehr hoch; denn es sind rd. 50 % des Verwaltungsvermögens langfristig fundiert, wobei zu bedenken ist, daß die in dem Verwaltungsvermögen enthaltenen Aktiva streng langfristiger Natur im ungünstigsten Falle nur ca. 30 %, im günstigsten Falle nur ca. 5 % der als „Verwaltungsvermögen" gekennzeichneten Vermögenswerte ausmachen.

Abschließende Zusammenfassung.

Imperial Chemical Industries Ltd. ist eine reine Holding- und Finanzierungsgesellschaft, die Ende 1926 die führenden Unternehmungen der chemischen Industrie Englands durch Aktientausch unter einheitlicher finanzieller und produktionstechnischer Leitung zusammenfaßte. — Die beträchtliche Differenz zwischen dem Gründungskapital von 54,5 Mill. £ und dem übernommenen Gesamtkapital im Nominalwert von 38—39 Mill. £ brachte dem Unternehmen seitens der Presse[147]) den Vorwurf der Ueberexpansion ein, der u. a. damit begründet wurde, daß die British Dyestuff Corp.. eine der angeschlossenen Unternehmungen, die schon als Einzelgesellschaft stets mit großem Verlust gearbeitet habe, zu hoch bewertet worden sei.

Der in den vier ersten Geschäftsjahren auftretende, überaus starke Kapitalbedarf wurde mit Hilfe der im Jahre 1928 gegründeten Finance of Great Britain and America ebenfalls durch Aktienemissionen befriedigt. Diese erhöhten das Gründungskapital um rd. 22 Mill. £ und — bei Berücksichtigung des erzielten Agios um rd. 29,4 Mill. £ — d. h. um mehr als 50 %.

Das schnelle Anwachsen der Reserven, die mit insgesamt rd. 18 Mill. £ im Jahre 1930 schon mehr als 25 % der Aktienkapitalien ausmachten, entfällt mit rd. 18 Mill. £ auf Aktienaufgeld, mit rd. 6 Mill. £ auf Buchgewinne aus Beteiligungsverkäufen und mit nur rd. 4 Mill. £ auf Ertragsrückstellungen.

Der im Durchschnitt zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn, der jeweils nicht mehr als 7,6 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals betrug, wurde mit durchschnittlich rd. 81 % an die Aktionäre ausgeschüttet. Wenn danach auch das Verhältnis der reinvestierten zu den ausgeschütteten Reinerträgen nicht als ein ungünstiges bezeichnet werden kann, so läßt doch das Zustandekommen der Reingewinnzahlen auf eine einseitig nach außen gerichtete Prestigepolitik schließen. Die Firma Brunner, Mond & Co., eine der Konzerngesellschaften, schüttete z. B. im Jahre 1929 eine 41¼%ige Dividende an die Dachgesellschaft aus; ein Versuch der Konzernleitung, einen Teil der auf diese Art empfangenen Beträge als eine an ihre Aktionäre nicht gegebene reine Kapitalübertragung hinzustellen, wirkte nicht überzeugend. Anläßlich der im Jahre 1930 bei einigen Untergesellschaften zu verzeichnenden Verluste betonte der Vorstand zwar, daß diese durch Ertragsrückstellungen bei anderen Konzernbetrieben mehr als ausgeglichen würden, setzte sich damit aber in Widerspruch zu einer Erklärung des Vorjahres, nach der in den Konzerngesellschaften keine Erträge zurückgestellt würden. — Als Folge von Dividendenausfall bzw. Dividen-

[147]) S. z. Vgl. S. 48.

densenkung bei den angeschlossenen Fabrikationsunternehmungen zeigte auch der Reinertrag der Holdinggesellschaft im letzten Jahre eine Abnahme von rd. 6,3 auf 4,9 Mill. £. Eine Abschreibung auf die Beteiligungen wurde nicht vorgenommen, ebenfalls nicht auf die börsengängigen Wertpapiere, die im Jahre 1930 bereits eine Entwertung von 2,7 Mill. £ aufwiesen. Die Börse beantwortete die im vorigen verzeichneten Tatsachen, mit einem Sturz der Kasse von 45/6 %, dem Höchstkurs des Jahres 1929, 16/6 % zu Anfang des Jahres 1931.

Das Prestige, das die allgemeine Börsenlage, die hohe Ziffer des Gründungskapitals, eine die Erwartungen nicht enttäuschende Kapitalverzinsung und nicht zuletzt der Name des Konzerns schuf, ermöglichte es, den gesamten Kapitalbedarf durch die Ausgabe mit hohem Agio versehener Aktien zu befriedigen und bewirkte dadurch, daß das Fremdkapital im Höchstfalle nur 12 % der Gesamtkapitalien ausmachte und die Eigenkapitalien allein schon durchschnittlich 94 % der langfristig verwerteten Mittel deckten. —

Die durch Erhöhung des Aktienkapitals und der Reserven zur Verfügung stehenden Mittel von insgesamt rd. 36 Mill. £ wurden mit rd. 18 Mill. £ den angeschlossenen Fabrikationsunternehmungen zur Verfügung gestellt und mit rd. 11 Mill. £ weiteren Expansionstendenzen nutzbar gemacht; der Rest entfiel hauptsächlich auf „Verschiedene Debitoren". Die dadurch bewirkte Verschiebung vom Beteiligungserwerb zur Kapitalvermittlung zeigt die zunehmende Verflechtung der Dachgesellschaft mit den Konzernmitgliedern.

Doch allle im vorigen gewonnenen Ergebnisse bezüglich der Kapitalaufbringung und -verwendung und erst recht hinsichtlich der Ertrags- und Bewertungspolitik können kein befriedigendes Bild von der Gesamtlage des Konzerns geben. Denn die Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen in der vorliegenden Form und vor allem auch die sonstigen Mitteilungen des Konzerns sind für eine genaue Unterrichtung völlig unzureichend. Da außerdem die einzelnen Konzerngesellschaften entweder keine Bilanzen anfertigen oder sie jedenfalls nicht der Oeffentlichkeit zugänglich machen, so fehlt der geringste Anhaltspunkt zur Beurteilung der Lage bei den einzelnen Konzernbetrieben, vor allem was die Reserven und Fremdkapitalien anbetrifft. Die einzige Möglichkeit, sich mittels der von ihnen an die Holdinggesellschaft ausgeschütteten Dividenden ein Bild von der dortigen Lage zu machen, wird durch besondere Manipulationen, die nach Raubbau der Dachgesellschaft än den angeschlossenen Unternehmungen aussehen, erschwert. Dazu kommt noch, daß der Leser über die Höhe und Art der Eventualverpflichtungen für Debentures und Bankschulden der Subsidiärgesellschaften nur in einer Fußnote der Gesamtbilanz, und zwar ohne zahlenmäßige Angaben unterrichtet wird. Daß dem Bilanzbetrachter unter diesen Umständen die Beteiligungsziffer nicht viel sagt und die Qualität der Vorschüsse an Tochtergesellschaften nicht erkennbar ist, liegt auf der Hand.

Courtauld's, Limited.

Vorbemerkung.

Die ursprüngliche Firma wurde Ende der neunziger Jahre von Samuel Courtauld begründet, der anfangs mit Trauerkrepp han-

delte, dann aber seine Tätigkeit auf die Herstellung von Kunstseide nach dem Viscoseverfahren verlegte[148]). Aus der im Jahre 1904 als Samuel Courtauld & Co., Ltd., eingetragenen Firma ging 1913 das heutige Unternehmen hervor, das fast ebenso sehr eine Finanzierungsgesellschaft wie ein Fabrikationsunternehmen darstellt. Die Gesellschaft besitzt nämlich außer ihren eigenen Fabriken, in denen Natur- und Kunstseide verarbeitet wird, wertvolle Beteiligungen, die sie zur größten und kapitalkräftigsten Kunstseidenfabrik der Welt machen. So kontrolliert sie durch den Besitz der Majorität des Aktienkapitals die „American Viscose Corp.", einer Unternehmung, die bereits im Jahre 1927 75 % der amerikanischen und 20 % der Weltkunstseidenerzeugung lieferte[149]). Ferner ist sie beteiligt an Courtauld's Ltd., Ontario (Canada), Courtauld's (India), Courtauld's Hispania in Barcelona, Courtauld's Nordisk A. G., Kopenhagen, La Sorie Artificielle de Calais, Soie de Straßbourg und Glanzstoff-Courtauld's G.m.b.H., Elberfeld. Im Jahre 1927 ging sie mit den Vereinigten Glanzstoffwerken A. G. in Elberfeld und der Snia-Viscose in Turin eine Interessengemeinschaft ein, die eine kaufmännische und technische Zusammenarbeit bezweckte, und zwar von der Art, daß Verkäufe und Preise im In- und Ausland geregelt wurden, und daß jede Gruppe die Fabrikation übernahm, für die sie sich am besten eignete. Gefestigt wurden diese Abmachungen durch Hergabe eines größeren Geldbetrages durch Glanzstoff und Courtaulds an die Snia-Viscose wahrscheinlich gegen Uebernahme von Snia-Aktien[150]).

Kapitel 1.

Quellen des Kapitals[151]).

a) Aktienkapital.

Eine Betrachtung der verschiedenen Aktienkapital-Erhöhungen offenbart die einzigartige Tatsache, daß die Neu-Emissionen in keinem Falle der Zuführung neuer Mittel dienten, vielmehr lediglich die Kapitalisierung von Reserven bezweckten[152]). Die hier angeschlossene Uebersicht, die einen Einblick in diese Entwicklung gibt, beleuchtet damit zugleich den beispiellosen Aufstieg des Konzerns.

Jahr	Aktienkapital
1913 — 1920	2 000 000 £
1920 — 1921	4 000 000 „
1921 — 1924	12 000 000 „
1924 — 1928	20 000 000 „
1928 — 1931	32 000 000 „[152])

[148]) Diese und die nachstehenden Ausführungen der Vorbemerkung wurden entnommen der „Deutsche Bergwerkszeitung" vom 22. 5. 1928. — S. auch „The Economist" v. 21. 6. 1930.

[149]) „Financial News" vom 13. 7. 1927.

[150]) „Frankfurter Ztg." III vom 23. 2. 1927.

[151]) S. z. Vergl. Tabelle II S. 66.

[152]) „Deutsche Bergwerkszeitung" vom 22. 5. 1928.

Seit 1919 sind die Aktienkapitalien viermal heraufgesetzt worden, und zwar einmal unmittelbar aus den Reserven, und dreimal durch Erhöhung des Buchwertes der Beteiligung an der American Viscose Corp. Die Erhöhung vom Jahre 1928 wurde mit 9 Mill. £ der Kapitalreserve, und mit 3 Mill. £ der allgemeinen Reserve entnommen[153]). Die der Kapitalreserve entstammenden 9 Mill. £ setzten sich im wesentlichen zusammen aus der Höherbewertung der Beteiligung an der American Viscose Corp. um 8.251191 £ auf 18 557 248 £ und aus dem Gewinn in Höhe von 669 865 £ aus dem Verkauf der Viscose-Vorzugsaktien[154]). Die Ausgabe von Gratis-Aktien im Verhältnis von 1 : 1 an die Stammaktienbesitzer wurde im Jahre 1928 von Verwaltungsseite damit motiviert, daß das Aktienkapital dem tatsächlichen Wert der Aktiva näher angepaßt werden solle[155]), da aus dem Auseinanderklaffen beider Größen leicht Mißverständnisse entstehen könnten[156]). Zusammenfassend läßt sich nach vorstehenden Ausführungen jedenfalls feststellen, daß die ungeheuer starke Kapitalanreicherung, die für die schnelle Steigerung des Aktienkapitals hier maßgebend war, nicht in dem Erfolg der fabrikatorischen Tätigkeit der Gesellschaft ihre Ursache hatte, sondern in ihrer glücklichen Betätigung als Finanzierungsgesellschaft. Wonach sich die Höherbewertung der Beteiligung an der American Viscose Corp. im einzelnen richtete, wurde von der Verwaltung nicht mitgeteilt[157]).

b) Reserven

Reserven finden sich bei Courtauld in drei Formen, und zwar als „Kapitalreserve", als „Spezialreserve" und als „allgemeine Reserve". Die Kapitalreserve verdankt ihre Entstehung und Dotierung der ohne Hingabe eines Gegenwertes erfolgten Werterhöhung von Vermögensteilen wie z. B. im Jahre 1927 der Wertsteigerung der Beteiligung an der American Viscose Corp., die mit 8 251 191 £ angesetzt wurde und dem Gewinn aus der Veräußerung der amerikanischen Vorzugsaktien. Die Kapitalreserve ist also hier nichts anderes als ein von der Gewinnrechnung isoliertes Wertberichtigungskonto. Die Spezialreserve umfaßt Versicherungs-Pensionsrücklagen und wahrscheinlich auch die Abschreibungen; die Dotierung schwankt um 52 000 £ bis 81 000 £; eine einmalige größere Zuweisung von insgesamt 700 000 £ erfolgte im Jahre 1925. Die allgemeine Reserve nimmt die eigentlichen Gewinnrücklagen auf, ist also das Reservekonto. Es wurde in den Jahren 1925, 1927 und 1928 mit je 1 Mill. £ aus dem Gewinn gespeist. Die Zunahme der allgemeinen Reserve um 2 Mill. £ im Jahre 1926 ist nur mit 750 000 £ eine Gewinnrückstellung; die restlichen 1,25 Mill. £ sind zurückzuführen auf eine Umbuchung einer Rückstellung für Steuerzahlungen, die sich unter Kreditoren befand und jetzt nicht mehr für diese Zwecke benötigt wird. Nicht mehr wurde die allgemeine Reserve in den beiden letzten Jahren dotiert. Außerdem fand im Jahre 1928 eine Verminderung um 3 Mill. £ statt durch die bereits erwähnte Ueberführung in Aktienform. Die Gewinnvorträge, die absolut betrachtet durchweg auf einer recht beträchtlichen

153) Geschäftsbericht vom Jahre 1928.
154) Geschäftsbericht vom Jahre 1927.
155) Geschäftsbericht vom Jahre 1927.
156) „Times" vom 9. 3. 1928. — „The Economist" v. 25. II. 1928.
157) Näheres über die Bewertungspolitik s. Kap. 2.

Höhe gehalten wurden, weisen per Saldo eine sinkende Tendenz auf, die sich besonders im letzten Jahr auffällig verstärkte.

c) Anleihen.

Die Bilanzen weisen seit dem Jahre 1924 kein langfristig aufgenommenes Fremdkapital mehr aus. Zwei hypothekarisch gesicherte Anleihen mit einer Verzinsung von 4,5 und 5,5 % und einer Gesamthöhe von 317 629 £ waren bereits bis zum Jahre 1924 getilgt[158]).

d) Kreditoren.

Das Kreditorenkonto umfaßte bei Courtauld's außer sämtlichen laufenden Verbindlichkeiten Steuerreserven und Reserven für Unvorhergesehenes, unter anderem wahrscheinlich auch eine einmalige Erneuerungsrücklage des Jahres 1927 mit 250 000 £. Die Umbuchung der Steuerrückstellungen auf das allgemeine Reservekonto im Jahre 1926 und die Aenderung in der Bezeichnung des Kreditorenkontos ab 1928[159]) lassen vielleicht den Schluß zu, daß — zumal in den beiden letzten Jahren — etwaige vorher noch unter „Kreditoren" verbuchte Reserven aufgelöst wurden. Der im Jahre 1926 trotz Verminderung um die 1,25 Mill. £ der Steuerreserve zu verzeichnende hohe Stand des Kreditorenkontos, war bedingt durch die in Europa eingegangene Interessengemeinschaft[160]). Die Hergabe von flüssigen Mitteln an die Snia-Viscose wurde demnach vermutlich durch die Courtauld's Co. in Form der Aufnahme fremder Gelder finanziert. Die gesunkene Ziffer des nächsten Jahres zeigt den Abbau dieser Verpflichtungen[161]). Die leichte Erhöhung der Kreditoren im Jahre 1928 hängt vermutlich nicht mit der Umsatztätigkeit, sondern mit der Finanzierung der stark gestiegenen Anlagen und Beteiligungen zusammen[162]). Der Rückgang der Kreditoren um rd. 0,70 Mill. £ im Jahre 1930 war eine Folge des Preisfalls der Rohmaterialien und der gedrosselten Produktion[163]).

Kapitel 2.

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

Tabelle I. in 1000 £.

Geschäftsjahr	Stammaktienkapital	Zur Dividendenzahlung verfügbarer Reingewinn	Dividenden auf das Stammaktienkapital 2	Stammdividenden in % des Stammaktienkapitals	Gesamtdividende in % des Reingewinns	Nicht ausgeschütteter Reinertrag 5
1925	12 000	5 111	3 000	25	67	2 161
1926	12 000	3 841	2 700	22,5	81	591
1927	12 000	4 836	3 000	25	70	1 586
1928	24 000	5 172	3 600	15 (30)[3])	77	1 472
1929	24 000	2 092[1])	2 400	10 (20)	134[4])	—1 668[4])
1930	24 000	1 349[1])	1 440	6 (12)	136[4])	—1 211[4])
insgesamt	—	22 401	16 140	—		+2 931
Durchsch.					94,2	

[158]) „Stock Exchange Intelligence Book".

[159]) Bis 1929: „Creditors, Six Months' Preference Dividend Accrued, And Reserves In Respect of Taxation and Contingencies". Ab 1929: „Current Liabilities and Credits".

[160]) „Times" vom 9. 3. 1927.

[161]) „Times" vom 9. 3. 1928.

[162]) S. auch „Frankfurter Ztg." III vom 28. 2. 1929.

[163]) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.

1. Reingewinn nach Abzug von 1,65 Mill. £ bzw. 0,92 Mill. £ für Abschreibung auf europäische Beteiligungen.
2. Die Dividenden auf das Vorzugsaktienkapital betrugen jährlich 5 % von 8 Mill. £ = 400,000 £.
3. Die eingeklammerten Dividendensätze beziehen sich auf das Aktienkapital der Jahre 1925 — 1928 (vor der Verdoppelung durch Ausgabe von Gratisaktien) und sind aus Gründen der Vergleichbarkeit angefügt.
4. Der zur Dividendenzahlung fehlende Reingewinn wurde den Gewinnvorträgen entnommen.
5. Zuweisungen an die allgemeine Reserve und die Spezialreserven; Erhöhung des Gewinnvortrages.

Bezieht man den zur Dividendenzahlung verfügbaren Reingewinn auf das bilanzmäßig gegebene Aktienkapital, so beträgt er durchschnittlich 14,3 % desselben; schaltet man dagegen die Kapitalerhöhung des Jahres 1928 — in Anbetracht dessen, daß sie nicht auf Neuzugang von Vermögenswerten beruhte — aus der Berechnung aus, so macht der verteilbare Reingewinn im Durchschnitt sogar 18,7 % des gesamten Aktienkapitals aus. Er wurde laut Tabelle I mit durchschnittlich 94 % an die Aktionäre verteilt; diese erhielten damit in der Zeit von 1925 — 1930, also innerhalb von 6 Jahren, rd. 71 bzw. 93 % ihres Aktienkapitals als Dividende zurück[164]). Die reinvestierten Reinerträge waren mit rd. 2,9 Mill. £, d. s. rd. 16 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals, nicht bedeutend. Betrachtet man nach Tabelle I die Ergebnisse in ihrem zeitlichen Nacheinander, so verdient zunächst die starke Ungleichheit der Reingewinnziffern Beachtung, und zwar vor allem der starke Sturz der Erträge in den Jahren 1929 und 1930; es betrug z. B. der Ertrag des Jahres 1930 nur noch reichlich ¼ desjenigen des Jahres 1928. In Anbetracht dieser Tatsache müssen die Dividendensätze — sofern man denjenigen des letzten Jahres ausnimmt — noch als verhältnismäßig stabil bezeichnet werden; denn die starken Ertragsschwankungen wurden für den Aktionär durch entsprechende Bemessung der Ertragsrückstellungen bzw. Rückstellungsentnahmen beträchtlich gemildert; z. B. wurden die Rückstellungen der Jahre 1927/28 in den beiden folgenden Jahren bei der Dividendenzahlung zugesetzt, um die Dividende nicht allzu schroff reduzieren zu müssen. Immerhin war der Rückgang des Dividendensatzes von 30 auf 20 und dann auf 12 % noch scharf genug, um der Verwaltung Angriffe von Seiten der Aktionäre einzutragen. Diesen begegnete Courtauld mit folgendem Einwand:[165])

> „Jeder, der sich nicht absichtlich blind stellt, muß erkennen, daß eine Industrie, die sich in einem derart erstaunlichen Maße vergrößert hat wie die unsrige, notwendigerweise spekulativer Art ist und daß sowohl mit Abwärts- wie auch mit Aufwärtsbewegungen gerechnet werden muß".

Im Anschluß an Courtauld's Ausführungen ist darauf hinzuweisen, daß der Hauptgrund für den Rückgang der Dividende in der Reservenkapitalisierung zu suchen ist. Aus diesem Grunde können seine Einwendungen nicht als stichhaltig betrachtet werden.

---

164) Je nachdem, ob man bei der Berechnung von dem bilanzmäßig gegebenen oder von dem bis zum Jahre 1928 vorhandenen Aktienkapital ausgeht.

165) „Financial News" vom 7. 3. 1930.

Dem von Aktionärseite gemachten Vorschlag, die europäischen Beteiligungen aus der allgemeinen Reserve abzuschreiben und damit weitere Gewinnbeträge zur Dividendenausschüttung freizumachen, entzog sich Courtauld mit dem Hinweis, daß eine höhere als eine 10 %ige Dividende für das Jahr 1929 einmal falsche Hoffnungen bezüglich der Wirtschaftsentwicklung erweckt hätte, und daß es töricht wäre, Reserven preiszugeben, bevor noch der wirkliche Kampf begonnen habe[165]). — Diese beiden Einwände entbehren natürlich nicht der Berechtigung. Der Aufstieg war ein derart schneller, die Aktionäre wurden durch wiederholte Erhöhung der Aktienkapitalien so unmittelbar daran beteiligt, daß sie natürlich nicht erwarten können, in Zeiten sinkender Tendenz von dem mit dem Aktienbesitzer verknüpften Risiko befreit zu sein. Selbst eine weniger schnelle Anpassung der Aktienkapitalien an den gestiegenen Wert der amerikanischen Beteiligung, die zu einer Bildung offener oder stiller Reserven geführt hätte, würde die Aktionäre nicht vor den Schwankungen in ihrem Einkommen bewahrt haben; es sei denn, daß man ständig einen recht beträchtlichen Teil des sich steigernden Ertrags — vielleicht als Gewinnvortrag — zurückgestellt hätte zu dem Zweck, ihn in schlechten Jahren zum Dividendenausgleich zu verwenden. Das wäre bei einer Unternehmung, die einer derart in den Anfängen steckenden Industrie angehört, vielleicht das Gegebene gewesen. Im übrigen läßt sich auch die Frage aufwerfen, ob es — entsprechend der vorhergehenden, auf der Wertsteigerung der Beteiligungen beruhenden Kapitalerhöhungen — jetzt nach Einsetzen der Depression nicht folgerichtig gewesen wäre, eine Zusammenlegung des Aktienkapitals vorzunehmen. Eine Lösung dieser Frage erfordert jedoch vor allem eine genaue Kenntnis der Bewertungspraxis der Courtauld's Ltd., und zwar im besonderen in bezug auf das größte Aktivum der Gesellschaft, die Beteiligung an der American Viscose Corp. ., auf deren Wertsteigerungen ja die Kapitalerhöhungen beruhten. Die Voraussetzung liegt nahe, und ein Blick auf die wechselseitige Abhängigkeit von Gewinn- und Aktienkapitalhöhe[166]) lehrt, daß die Bewertung dieser Beteiligung sich hauptsächlich nach dem von ihr erbrachten Ertrag richtete. — Wenn auch das englische Unternehmen im Jahre 1930 nach Abzug der üblichen Abschreibungen auf Anlagen und besonderer Abschreibungen auf Vorräte aus seiner fabrikatorischen Tätigkeit keinen Ertrag mehr zu verzeichnen hatte, sich dieser vielmehr fast ausschließlich aus dem Empfang von Zinsen und Dividenden auf die Beteiligungen außerhalb Europas zusammensetzte[167]), so genügt diese Tatsache bei weitem nicht zur Erklärung der beträchtlichen Ertragsabnahme des letzten Jahres; vielmehr ist festzustellen, daß der auch in den Vereinigten Staaten mit dem Jahre 1929 einsetzende Umschwung der Wirtschaftslage[168]) den Absatz der amerikanischen Gesellschaft empfindlich beeinflußte[169]) und damit wohl auch das Beteiligungserträgnis der Courtauld's Ltd. stark beeinträchtigte. Damit wäre aber die Tatsache einer Wertminderung des entsprechenden Aktivums und zugleich die Berechtigung für eine Kapitalherabsetzung bewiesen. Diese

166) S. z. Vergl. Seite 62.
167) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.
168) S. auch Geschäftsbericht vom Jahre 1930.
169) Geschäftsberichte der Jahre 1929 und 1930.

würde jedenfalls, analog den Kapitalerhöhungen während des Aufschwungs, zur Wahrung der Dividendenstabilität erheblich beigetragen haben. Mit den Bewertungsfragen berührt sich hier eng das Problem der stillen Reserven; denn die gesamten Erhöhungen der Aktienkapitalien bedeuten ja hier nichts anderes als eine Aufdekkung stiller Reserven. Wenn auch diese meist nicht in vollem Umfange vorgenommen wurde, so genügte doch der Umschwung der Wirtschaftslage, um die noch vorhandenen fast vollständig zu vernichten. Wie schon oben ausgeführt wurde, bedeutete der Wertansatz für die Beteiligung an der American Viscose Corp., der im Jahre 1928 Gültigkeit besaß, im Jahre 1930 u. U. schon eine Verwässerung. Das wurde zwar Anfang 1930 von der Verwaltung noch bestritten[170]), allerdings aber unter Verzicht auf Preisgabe finanzieller Einzelheiten. Die kontinentalen Beteiligungen erfuhren in den Jahren 1929 und 1930 eine Entwertung weit unter die Preise, die Courtauld's für sie bezahlte, sodaß bis Ende 1930 Abschreibungen von insgesamt rd. 2,5 Mill. £ notwendig wurden; dies, obwohl die für die Aktien gezahlten Preise weit unter den Höchstkursen lagen[170]). Die Staatspapiere, die in Anpassung an das Niederstwertprinzip zu Anschaffungs- oder Marktpreisen bilanziert wurden, enthielten noch bis zum Jahre 1927/28 durch das Anziehen der Kurse um insgesamt 15 % eine bedeutende stille Reserve[171]). Diese war jedoch, infolge der auch in diesen Werten zu verzeichnenden Kursrückgänge Anfang 1930 nur noch unbeträchtlich[172]).

Die Höhe der Abschreibungen ist für die Frage der stillen Reserven hier erst in zweiter Linie von Bedeutung, da die gesamten Anlagen zahlenmäßig stark hinter den Beteiligungen zurückbleiben. Exakte Angaben werden von der Verwaltung in bezug auf die Abschreibungen nicht gemacht. Doch verbreitete sich Courtauld's in der Generalversammlung vom März 1931 ausführlich über die von ihm befolgten Abschreibungsgrundsätze[173]). Danach werden die Abschreibungen in keiner Weise von der Höhe des Gewinns oder der tatsächlichen Inanspruchnahme der Maschinen abhängig gemacht und außerdem so hoch bemessen, daß eine sofortige Anpassung an die Fortschritte der Technik gewährleistet ist. Ferner wurde mitgeteilt, daß in den letzten 10 Jahren Abschreibungen in einer Gesamthöhe von 5,5 Mill. £ gemacht worden seien; das sind rd. 10 % auf sämtliche Anlagen (einschl. Gebäude und Grundstücke). — Es wurde weiterhin auf das besondere Gefahrenmoment hingewiesen, daß eine so junge Industrie wie die der Kunstseidenherstellung in sich birgt, wobei der unberechenbare Faktor des Verwaltens der Maschinen, die finanzielle Vorsorge der Unternehmung in dieser Hinsicht und die sich daraus ergebende günstige Lage beim Wiederanstieg der Konjunktur betont wurde. — Aus diesen Angaben geht zwar hervor, daß die Anlagen zu keinem Zeitpunkt höher bewertet wurden, als es der neueste Stand der Technik erlaubte, nicht aber, daß auf den Anlagekonten stille Reserven gebildet wurden; selbst wenn diese jemals vorhanden gewesen

---

170) „Financial News" vom 7. 3. 1930.
171) „Financial News" vom 13. 7. 1927.
172) „Financial News" vom 7. 3. 1930.
173) „Times" vom 6. 3. 1931.

sein sollten, so scheint jedenfalls für die Jahre 1929 und 1930 unseres Erachtens eher eine Ueberbewertung der Anlagen vorzuliegen in Anbetracht der Tatsache, daß die Fabrikation im Jahre 1930 nur noch die Abschreibungen deckte.

Kapitel 3.

Gliederung des Kapitals.

Tabelle II.

Geschäftsjahr	Aktienkapital 1		Reserven 2		Kurzfristige Verbindlichkeiten		Reingewinn 3		Gesamtkapital 4	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1925	20 000 000	52	10 154 374	27	4 884 100	13	2 950 000	8	37988474	100
1926	20 000 000	49	12 076 272	30	5 326 976	13	3 250 000	8	40653248	100
1927	20 000 000	41	22 410 620	46	3 532 053	7	3 250 000	6	49192673	100
1928	32 000 000	62	2 317 393	24	3 865 262	7	3 700 000	7	51882655	100
1929	32 000 000	64	10 954 462	22	3 750 380	7	3 760 000	7	50464842	100
1930	32 000 000	68	9 797 105	21	3 051 485	6	2 560 000	5	47408590	100

1. Vorzugs- und Stammaktien.
2. Kapitalreserve, Spezialreserve, allgemeine Reserve, Gewinnvortrag.
3. Die in dem betr. Jahr gezahlten Dividenden wurden zum Vergleich mit eingesetzt (in den Bilanzen erscheinen nur die Gewinnvorträge).
4. Langfristige Verbindlichkeiten sind nicht vorhanden.

Die finanzielle Struktur ist durch ein Ansteigen der Eigenkapitalien und durch das Hinüberwechseln aus der Reserven- in die Aktienkapitalform gekennzeichnet; allerdings beruht das prozentuale Steigen des Aktienkapitals in den letzten Jahren nur auf der Abnahme der kurzfristigen Verbindlichkeiten, der Verminderung der Dividende und dem Aufhören der Reservenspeisung. Der per Saldo zu verzeichnende prozentuale Rückgang der Reserven beruht allein auf dem prozentualen Rückgang der Ertragsrückstellungen. Vor allem aber ist auf das Fehlen jeglicher Verbindlichkeiten in langfristiger Form hinzuweisen, sodaß die Eigenkapitalbasis hier eine außerordentlich breite ist.

Die absoluten Verschiebungen im Verhältnis der einzelnen Kapitalformen zu einander zeigen folgendes Bild:

Tabelle III.

Beziehungsgrößen (%)	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Eigenkap. zu kurzfr. Verbindl. (100)	617	602	1201	1147	1145	1333	1008
Aktienkap. zu Reserven (100)	197	166	89	260	292	327	222

Die absoluten Verschiebungen zeigen im wesentlichen dieselben Tatsachen wie die prozentualen, nämlich das Erstarken der Eigenkapitalien gegenüber den kurzfristigen Verbindlichkeiten; dabei darf aber nicht vergessen werden, daß diese Bewegung eigentlich nur bis zum Jahre 1928 als das äußere Merkzeichen einer günstigen Entwicklung angesehen werden darf. Denn einmal sind die Voraussetzungen, die zur Erhöhung des Aktienkapitals den Anlaß gaben, doch wenigstens zum Teil infolge der allgemeinen Wirt-

schaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten wieder verloren gegangen, und dann trug die Produktionsstockung und der Preisfall der Rohstoffe als Ursache des Rückganges der Verbindlichkeiten zur Gestaltung des günstigen Zahlenverlaufs bei. Im übrigen sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme so gering, daß diese kleinen Veränderungen überhaupt kaum eine Rolle spielen.

Kapitel 4.

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle IV.

Geschäftsjahr	Anlagen 1		Beteiligungen u. Wertpap. 2		Umsatzvermögen 3		Gesamtvermögen	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1925	4 298 961	11	16 017 019	42	17 672 494	47	37 988 474	100
1926	5 137 747	13	16 479 340	40	19 036 161	47	40 653 248	100
1927	5 706 454	12	23 969 809	49	19 516 410	39	49 192 673	100
1928	6 593 318	13	26 490 475	51	18 799 862	36	51 882 655	100
1929	6 814 087	14	23 243 324	46	20 407 431	40	50 464 842	100
1930	6 389 196	13	22 144 113	47	18 875 281	40	47 408 590	100

1. Grundstücke, Maschinen und Werkzeuge.
2. Beteiligungen und Vorschüsse an angeschlossene Gesellschaften und sonstige industrielle Unternehmungen.
3. Britische Staatspapiere uend andere marktfähige Effekten. Waren und Vorräte, Forderungen an Kunden und Sonstige, Vorauszahlungen abzügl. Reserve, -Bankguthaben, Kasse. — Das Umsatzvermögen enthält hier außerdem die flüssigen Mittel zur Bezahlung der Dividenden (2 — 3 Mill. £ jährlich).

Tabelle V.

Beziehungsgrößen (%)	1925	1926	1927	1928	1929	1930	im Durchsch.
Eigenkap. zu fixen Kapitalanlagen (100)	148	148	143	134	143	146	144
Langfr. Verbindl. zu fixen Kap.-Anl. (100).	—	—	—	—	—	—	—
Eigenkap. zu Anlagen (100).	701	624	743	672	631	654	671
Eigenkap. zu Beteil. (100).	188	195	177	167	185	189	183
Die fixen Kap. Anl. überdeckendes ges. langfr. Kap. zu arbeitendem Kap. (100).	77	76	80	75	77	84	78
Umsatzverm. zu kurzfr. Verbindl. (100).	362	357	553	486	544	619	487
Arbeitendes Kap. zu Anlagen (100).	297	267	280	226	244	248	260

Die Richtung der Beziehungen zwischen Kapital und Vermögensaufbau wird hier durch die Bilanzumgestaltung des Jahres 1928[174]) maßgebend beeinflußt. Schalten wir den Einfluß, den diese Transaktion auf die Höhe des Aktienkapitals und auf dem Bestand an Beteiligungen und Reserven ausübt, aus, so ergibt sich für die Reserven eine relative Erhöhung um 3,39 Mill. £[175]) und für die Beteiligungen eine relative Verminderung um 2,12 Mill. £[176]), die ganz auf Abschreibungen entfällt. Die Erhöhung der Anlagen um 2 090 235 £ und des Umsatzvermögens um 1 592 787 £ und

174) S. z. Vergl. Seite 61.
175) — 0.36 Mill. + (12 Mill. — 8,25 Mill.) = 3,39 Mill.
176) + 6,13 Mill. — 8,25 Mill. = 2,12 Mill.

die Abnahme der kurzfristigen Verbindlichkeiten um 1 832 615 £ sind demnach das Ergebnis des Reservenzuwachses von 3 391 540 £ und der Abschreibungen auf Beteiligungen. Es hat also hier per Saldo für den Zeitraum 1925—1930 eine geringe zahlenmäßige Verschiebung zu Gunsten der eigenen fabrikatorischen Tätigkeit eingesetzt, die, soweit sie das Umsatzvermögen betrifft, die allgemeine Produktionsstockung gegen Ende der Jahre zum Anlaß hat, und soweit sie die Anlagen angeht, mit ihrer Heranführung an den neuesten Stand der Produktionstechnik erklärt werden kann. Berücksichtigt man allerdings die Ertragsfähigkeit der Anlagen, die im letzten Jahr nur gerade zur Deckung der allgemeinen Unkosten, nicht aber mehr zur Reservedotierung oder Ausschüttung ausreichte, so fragt sich, ob nicht die Anlagen aus denselben Gründen wie die europäischen Beteiligungen einer Sonderabschreibung bedurft hätten, zumal bei länger anhaltender Ertragslosigkeit auch ein Veralten nicht wird verhindert werden können.

Die Beziehungen zwischen Vermögens- und Kapitalseite (Tabelle V) interessieren bei dieser Unternehmung weniger, weil ein Risiko aus der zu starken Finanzierung mit fremden Mitteln hier gar nicht im Bereich der Möglichkeit liegt. Anlagen, Beteiligungen und ca. 80 % des arbeitenden Kapitals sind aus im Laufe der Jahre angesammelten und kapitalisierten Erträgen finanziert worden. Die beiden letzten Wertverhältnisse spiegeln für die Jahre 1929 und 1930 die Zunahme des unbeschäftigten Vermögens und die Verminderung der Anlagenausnutzung wider.

Abschließende Zusammenfassung.

Courtauld's Ltd. ist in erster Linie eine Beteiligungsgesellschaft. Sie verdankt ihre außerordentlich schnelle Entwicklung nur der eigenen Kapitalkraft. Die steigende Rentabilität der Beteiligungen — und zwar besonders der an der American Viscose Corp. — zog wiederholt eine entsprechende Heraufsetzung des Buchwertes der Beteiligungspapiere nach sich, die in einer Anpassung der Aktienkapitalien endete. Vorwiegend aus dem eben gekennzeichneten Anlaß wurden so die Aktienkapitalien von 2 Mill. £ im Jahre 1913 auf 32 Mill. £ bis zum Jahre 1930 heraufgesetzt. Die letzte Erhöhung wurde im Jahre 1928 durchgeführt, und zwar um 12 Mill. £, von denen rd. 9 Mill. £ eine Angleichung an den gestiegenen Wert der amerikanischen Beteiligung bewirkten, während rd. 3 Mill. £ der echten Reserve entnommen wurden. —

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn betrug im Durchschnitt der Jahre 1925—1930 14,3 % des bilanzmäßig gegebenen Aktienkapitals; er wurde mit durchschnittlich 94 % an die Aktionäre verteilt; diese erhielten damit innerhalb von 6 Jahren rd. 71 % bzw. rd. 93 % ihres Aktienkpitals (je nachdem, ob man bei der Berechnung von dem bilanzmäßig gegebenen oder von dem bis zum Jahre 1928 vorhandenen Aktienkapital ausgeht) als Dividende zurück. Die reinvestierten Reinerträge waren mit rd. 2,9 Mill. £, d. s. rd. 1,8 % der durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitalien, recht unbedeutend. Die Jahre 1929 und 1930 waren gekennzeichnet durch eine außerordentlich scharfe Ertragssenkung; zur Vermeidung eines entsprechenden Dividendenrückganges mußte

nicht nur auf Ertragsrückstellungen verzichtet, sondern sogar der Gewinnvortrag beträchtlich reduziert werden. — Ehedem nicht unbedeutende stille Reserven, die der nur zögernden und nicht restlosen Anpassung der Bilanzzahlen an den gestiegenen Wert der Beteiligungen ihre Entstehung verdankten, fielen ab 1929 bis auf geringe Reste der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung zum Opfer, ja schlugen zum Teil vielleicht schon in eine Wertminderung des Kapitals um. Dieser wurde — was den Besitz an europäischen Beteiligungen betrifft — durch eine Gesamtabschreibung von rd. 2,5 Mill. £ Rechnung getragen. Eine Sonderabschreibung auf Anlagen wäre im Hinblick darauf, daß der Fabrikationsgewinn im Jahre 1930 nur noch zur Unkostendeckung ausreichte, vielleicht ebenfalls angebracht gewesen. —

Die finanzielle Struktur ist durch das Fehlen jeglicher Verbindlichkeiten langfristiger Art gekennzeichnet; da außerdem die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Höchstfalle nur 13 % der Gesamtkapitalien ausmachten, war die Eigenkapitalbasis eine außerordentlich breite. —

Die per Saldo zu verzeichnende geringe prozentuale Abnahme der Reserven gegenüber den Gesamtkapitalien beruhte nach den Bilanzen auf dem geringen absoluten Rückgang der Ertragsrückstellungen; sie würde — allerdings in noch gemilderter Form — auch vorhanden sein, wenn die im Jahre 1928 erfolgte Ueberführung eines Betrages in Höhe von 3 Mill. £ aus der Reserve — in die Aktienkapitalform den Ertragsrückstellungen hinzugezählt und damit die geringe absolute Abnahme in eine geringe absolute Zunahme verwandelt würde.

Die Beziehungen zwischen Kapital- und Vermögensaufbau haben sich — abgesehen von der Transaktion des Jahres 1928 (Heraufsetzung des Buchwertes der amerikanischen Beteiligung um 8,25 Mill. £, Erhöhung der Reserven und Ueberführung in Aktienkapitalform) — in der Zeit von 1925 bis 1930 nur wenig verändert; es erfolgte eine geringe zahlenmäßige Verschiebung zu Gunsten der eigenen fabrikatorischen Tätigkeit. — Obwohl die Situation der Unternehmung auf Grund der gesunden finanziellen Struktur keine ungünstige ist, so hat doch die mit dem Jahre 1929 einsetzende Krise, die die Gesellschaft in ihrer ganzen Schwere traf, erwiesen, daß die Finanzierungspolitik der Courtauld's Ltd. zu sehr auf unbegrenzte Fortdauer des Aufstiegs eingestellt war; anstatt der wachsenden Rendite der Beteiligungen wiederholt und in großem Umfange durch Erhöhungen des dividendenheischenden Kapitals Ausdruck zu verleihen, wäre es besser gewesen, einen erheblicheren Teil der Erträge in der Unternehmung zurückzubehalten. Dadurch hätte eine größere Krisenfestigkeit erreicht, ein stärkerer Dividendenausgleich erzielt und der spekulative Charakter der Unternehmungspolitik wesentlich gemindert werden können.

---

177) s. z. Vgl. S. VII, Anmerkung.

General Electric Co. Ltd.

Abschließende Zusammenfassung.[177]).

Die Bilanzen und Ertragsrechnungen der G.E.C. vermitteln den Eindruck, eines — in der Hauptsache aus innerbetrieblicher Kapitalkraft herrührenden — langsam und stetig fortschreitenden Wachstums. Die Bilanzsumme zeigt nur eine Zunahme um 6 % (die der A.E.G. für den gleichen Zeitraum um 49 %). Der Kapitalmarkt wurde nur in geringem Maße in Anspruch genommen, und zwar in der Zeit von 1925 bis 1927 mit einer Erhöhung des Stammaktienkapitals um insgesamt 141 670 £ auf 2,25 Mill. £. Eine in Höhe von 1,6 Mill. £ im Jahre 1929 geplante Emission von „Britischen Stammaktien", deren eigentlicher Zweck die Minderung des bei der G.E.C. weitreichenden Einflusses der amerikanischen Aktienbesitzer war, scheiterte an deren Widerstand. Die 7%ige hypothekarisch gesicherte Anleihe wurde um rd. 425 000 £ auf 2,9 Mill. £ reduziert und im Jahre 1930 in eine 5%ige konvertiert. Mit Hilfe dieser Anleihe von nom. 3,5 Mill. £ wurde ein finanzieller Gewinn von durchschnittlich 3,5 % erzielt. — Die Reserven erhöhten sich aus Gewinnrücklagen um insgesamt rd. 600 000 £ auf 1,7 Mill. £, also um mehr als das Vierfache der Aktienkapitalerhöhung.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn, der im Durchschnitt rd. 11 % des gesamten Aktienkapitals betrug, wurde mit ungefähr dreiviertel Teilen den Aktionären zuerteilt und mit rd. einem Viertel reinvestiert. Die reinvestierten Beträge von insgsamt rd. 0,92 Mill. £ (einschl. Zuweisung an Pensionsfonds) wuchsen im Laufe der betrachteten 5 Geschäftsjahre auf 16 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals an, waren also recht beträchtlich. — Obwohl ein fester Anteil von durchschnittlich rd. 42 % der ausgewiesenen Geschäftsgewinne regelmäßig für die Zahlung der Anleihezinsen und Vorzugsdividenden beansprucht wurde, konnten die Dividenden auf die Stammaktien in den drei letzten Jahren von 7,5 % auf 10 % (ausschl. eines einmaligen Bonus von 4 % im Geschäftsjahr 1929/30) erhöht werden, und zwar dank der mit dem Jahre 1926 einsetzenden langsamen Aufwärtsentwicklung der Erträge

Die jährliche Abschreibung der Maschinen, Werkzeuge und des Inventars auf 1 £ bei einem jährlichen Durchschnittsaufwand von 38 000 £ — und der bilanzmäßig nicht ersichtliche Aufwand von 100 000—200 000 £ jährlich für die Entwicklung neuer Verfahren und Patente begründeten vermutlich stille Reserven beträchtlichen Umfanges. Die in den betrachteten fünf Jahren zur Verfügung stehenden Neukapitalien von insgesamt 971 522 £, die mit mehr als 50 % durch Selbstfinanzierung geschaffen wurden, dienten in erster Linie der Anleihetilgung und daneben der Erhöhung der Anlagen, Beteiligungen und des Umsatzvermögens um insgesamt 546 512 £. Dabei wurde die Finanzierung der einzelnen Vermögenskategorien quantitativ so durchgeführt, daß die Vermögensstruktur annähernd unverändert blieb.

United States Steel Corporation.

Vorbemerkung.

Die U.S. Steel Corporation liefert ungefähr 40 % der Eisen- und Stahlerzeugung der Vereinigten Staaten. Welche Bedeutung

dieser Zahl für die Beurteilung der Ausmaße des Konzerns zukommt, ist daran erkennbar, daß die gesamte Eisen- und Stahlindustrie der Union eine jährliche Förderung von 70 Mill. t Eisenerz, 15 Mill. t Kalkstein und 120 Mill. t Kohle aufweist, die Beschäftigung von rd. 900 000 Menschen erforderlich macht und eine jährliche Lohnzahlung von 1,4 Md. $ bedingt. — Der U.S. Steel Konzern besteht seit dem Jahre 1901 und umfaßte — nach dem Stand des Jahres 1930 — 195 Einzelgesellschaften. Seine Wirksamkeit ist außerordenbtlich vielgestaltig; sie umschließt alle Tätigkeiten von der Gewinnung des Erzes bis zur Lieferung einer großen Reihe von Fertigprodukten[178]).

Kapitel 1.

Quellen des Kapitals[179]).

a) Aktienkapital.

Wie aus den Bilanzen ersichtlich ist, bestehen bei der U.S. Steel Corp. zwei Kategorien von Aktien, einmal die von dem Konzern unmittelbar emittierten und dann solche, die von den einzelnen zu dem Konzern gehörenden Unternehmungen selbständig ausgegeben und nicht in U.S. Steel Aktien eingetauscht worden sind. Diese betrugen im Gründungsjahr 0,77 Mill. $ und schwankten in den letzten 10 Jahren (1920—1930) um 0,40—0,60 Mill. $; wegen ihrer relativ geringen zahlenmäßigen Bedeutung soll hier nicht näher auf sie eingegangen werden. Die erste Kategorie, also die von der U.S. Steel Corp. direkt emittierten Aktien, gliedern sich in 7%ige kumulative Vorzugsaktien und in Stammaktien. Jene, die bei der Gründung in einer Höhe von 510,17 Mill. $ waren, wurden kurze Zeit später durch Umwandlung von 150 Mill. $ Vorzugsaktien in Bonds auf 360,28 Mill. $ reduziert und verharrten auf dieser Höhe bis zum Jahre 1931. Die Stammaktien blieben bis zum Jahre 1927 — abgesehen von einigen geringen Erhöhungen, die auf den Umtausch von Aktien der fusionierten Einzelgesellschaften in U.S. Steel Aktien zurückzuführen waren — in ihrem Bestand unverändert. Die größeren mit dem Jahre 1927 einsetzenden Neuemissionen seien im folgenden nach Zeitpunkt, Umfang und Inhalt in einem kurzen Aufriß zusammengestellt[180]).

Jahr	Gesamtbetrag	Erhöhung	Zusamm.-setzung	Sonstige nähere Angaben
1926	508 302 500			
1927	711 623 500	203 321 000		40 %ige Extradividende (gerechtfertigt — nach Aeußerung des Vorstandes — durch Besitzverhältnisse u. Gewinnmöglichkeit.)
1929	813 284 000	101 660 500		Emission an die Aktionäre zum Zweck d. Rückzahlung v. 5 %igen Gold-Bonds.
1930	868 743 500	55 459 500	17 626 500	Erwerb der Aktien der Atlas Portland Cement Comp.
			25 177 100	Columbia Steel Corp.
			10 840 200	Oil Well Supply Co.
			1 815 700	Emission an die Angestellten.

[178]) Sämtliche Daten aus: R. W. Pressprich & Co., The Investment Status of the Common Stock. New York 1931.

[179]) s. z. Vgl. Tab. II. S. 76.

[180]) nach den Angaben in den Geschäftsberichten.

b) Reserven und unverteilte Gewinne:

In der Bilanz der U.S. Steel Corp. wird ebenfalls wieder die Zweiteilung der Reserven in solche, die an einen bestimmten Zweck gebunden sind, und in die als Surplus bezeichneten unverteilten Gewinne vorgenommen. Die Reserven werden als „Verschiedene Reserven" in einen Sammelposten von „Rückstellungen für vorgesehene und unvorhergesehene Zwecke", in „Versicherungsreserven" und in „Aktienagio" roh und unbestimmt unterteilt. Insgesamt erfuhren sie in der Zeit von 1921—1930 eine unbeträchtliche Zunahme um 20 Mill. $ auf 184 Mill. $; rechnet man das Aktienagio der beiden letzten Jahre mit insgesamt 80 Mill. $ von dieser Summe ab, so ergibt sich, daß die übrigen Reserven — wohl hauptsächlich Aufwandreserven — einen nicht unbeträchtlichen Rückgang von 164 auf 104 Mill. $ zu verzeichnen haben. Sie sind ganz oder teilweise in liquiden oder leicht liquidierbaren Fonds angelegt, unter denen sich auch der Sinking-fund für die Einlösung der Bonds befindet. Diese Methode, die Reserven in liquiden Fonds anzulegen, ist sehr begrüßenswert, sie erscheint besonders vorteilhaft im Hinblick auf das Problem der Anlagenerneuerung und das damit verbundene Liquiditätsproblem. — Die erzielten Surplussummen, von denen vom Jahre 1927 ab 270 Mill. $ für Kapitalausgaben abgegrenzt und in Anlagen investiert waren, stiegen für den betrachteten Zeitraum nach den Bilanzen um 92 Mill. $ auf 742 Mill. $. Die eigentlichen Gewinnrückstellungen waren jedoch um 270—290 Mill. $ höher, darunter um den als Gratiasktien ausgeschütteten Betrag von 203 Mill. $[181]) und um die zur Bezahlung der Agio- und zur Abschreibung der Disagiobeträge für die getilgten Bonds des Jahres 1929 benötigten Gewinnsummen von insgesamt rd. 41 Mill. $[182]).

c) Langfristige Verbindlichkeiten.

An langfristigen Verbindlichkeiten bestanden bei dem Konzern im wesentlichen einmal die von ihm selbst bei seiner Gründung wohl im Austausch gegen Obligationen der Gründergesellschaften herausgegebenen 5%igen Gold-Bonds und dann nicht eingetauschte bzw. von den Einzelgesellschaften selbständig emittierte Anleihen, die zu einem Teil von dem Konzern garantiert sind. — Die 5%igen U.S. Steel-Bonds wurden mit 304 Mill. $ und 50jähriger Laufzeit im Jahre 1901 und mit 200 Mill. $ und 10—60jähriger Laufzeit im Jahre 1903 ausgegeben. Sie blieben auch in der Folgezeit die einzigen von der U.S. Steel Corp. direkt emittierten Bonds. — Die Anleihen der Einzelunternehmungen waren — entsprechend der Vielzahl der Werke — außerordentlich zahlreich, sodaß die Fluktuation auf den entsprechenden Konten infolge der fortwährenden Zu- und Abgänge sehr stark war; von einer detaillierten Untersuchung, deren Ergebnis in keinem Verhältnis zu der aufgewandten Mühe stehen würde, soll deshalb hier abgesehen werden. —

---

[181]) S. z. Vgl. S. 71.

[182]) Geschäftsbericht v. Jahre 1929. — Genaue Ziffern über die Verwendung der Surplus-Beträge fehlen; sie konnten nur aus der Differenz zwischen dem in der Gewinn- u. Verlustrechnung jährl. verbuchten Ueberschuß u. d. jährl. Neuzugang auf d. Surpluskto annähernd gewonnen werden.

Eine summarische Betrachtung der gesamten zu verzinsenden langfristigen Verpflichtungen — zu denen außer den oben erwähnten Anleihen noch unbedeutende Hypothekenschulden der Gliedgesellschaften rechnen — zeigt in der Zeit von 1921—1930 ausnahmslos einen Rückgang der langfristigen Schulden. Die getilgten Summen — errechnet für das Jahr aus der Addition von bilanzmäßigen Nettoabgängen mit Neuzugängen[183]) — schwanken bis Ende 1928 um 14—18 Mill. $ jährlich, d. s. rd. 3 % des bis dahin durchschnittlich in Höhe von rd. 500 Mill. $ vorhandenen langfristigen Fremdkapitals. Insgesamt wurden aber in dem Zeitraum von 1921—1930 rd. 80 % des vorstehend erwähnten Fremdkapitals zurückgezahlt; eine derartig hohe — vom Durchschnittssatz der Jahre 1921—1928 so erheblich abweichende — Tilgungsquote ist das Ergebnis einer umfassenden Tilgungstransaktion des Jahres 1929. Insgesamt wurden in dem bezeichneten Jahr die Anleiheschulden von rd. 456 Mill. $ um rd. 344 Mill. $ auf rd. 112 Mill. $ vermindert. — Die eigentliche Sondertilgung wurde Mitte 1929 vorgenommen, nachdem bereits U.S. Steel-Bonds im Nennwert von 44 Mill. $ und Bonds der Gliedgesellschaften im Nennwert von rd. 35 Mill. $ auf dem üblichen Wege über die in flüssigen Mitteln bei einer Treuhandgesellschaft deponierten Sinkingfund-Reserven und durch allmählichen Ankauf aus dem Verkehr gezogen worden waren[184]). Diese Sondertransaktion erfaßte nur die beiden von dem Konzern selbst emittierten Anleihen, die im restlichen Gesamtbetrage von 273 Mill. $ im Jahre 1929 zur Tilgung aufgerufen wurden. Finanziert wurde diese umfangreiche Ablösung langfristigen Fremdkapitals, die insgesamt die Bereitstellung von ca. 305 Mill. $ flüssiger Mittel erforderte, einmal aus dem Erlös der Aktienemission des Jahres 1929[185]), die bei einem Emissionskurs von 140 % 142,7 Mill. $ einbrachte und dann aus in baren Mitteln angelegten Reserven und verteilten Gewinnvorträgen (Surplus) im Gesamtbetrage von 162,62 Mill. $. Die in den Bilanzen von 1929 und 1930 noch ausgewiesenen U.S. Steel-Bonds im Betrage von 8 091 000 $ bzw. 943 500 $ sind aufgerufene noch nicht zur Einlösung vorgelegte bzw. uneinlösliche Bonds; solche bestanden unter den 50jährigen 5%igen Goldbonds im Jahre 1929 in Höhe von rd. 58 Mill. $; doch befanden sie sich in nur wenigen Händen; ihre Besitzer willigten für den weitaus größten Teil der Bonds in die vorzeitige Rückzahlung ein.

Die Kapitalisation (Aktienkapital + langfristiges Fremdkapital) der U.S. Steel Corp. zeigt für die Zeit von 1921—1930 nach den bisherigen Ausführungen allgemein folgende Entwicklungszüge und Entwicklungsetappen: kleinere Anleiheemissionen der Konzernmitglieder im Gesamtbetrage von rd. 33 Mill. $ bis zum Jahre 1927[186]), sie zahlenmäßig überholende Anleihetilgungen von insgesamt 117 Mill. $ bis zum Jahre 1929, ausschließliche Emission von Aktien im Gesamtwert von rd. 360 Mill. $ für die Zeit von 1927—1930 und teilweise mit ihrer Hilfe eine weitere Reduzierung des Fremdkapitals um rd. 344 Mill. $ im Jahre 1929. — Tilgung und Ab-

---

183) S. Geschäftsberichte.
184) Errechnet aus Angaben im Geschäftsbericht vom Jahre 1929.
185) S. z. Vergleich Seite 71.
186) S. Geschäftsberichte.

lösung des langfristigen Fremdkapitals durch Eigenkapital ist demnach seit dem Jahre 1927 allgemein die Tendenz der Entwicklung.

Kapitel 2:

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

Tabelle I. In 1000 $.

Geschäftsjahr	Umsätze	Zur Dividendenzahlung verfügbar. Reingewinn [1]	Dividenden auf das Vorzugsaktienkapital	Dividenden auf Stammaktienkapital	Stammdivid. in Proz. des Stammaktienkapitals	Gesamtdivid. in Proz. des Reingewinns	Nicht ausgeschütteter Reinertrag [2]	Belastung des Bruttoertrags mit: Zinsen [3]	Belastung des Bruttoertrags mit: Abschreibungen [3]	Produkt. v. fertig. Erzeugn in Mill. t	Ausntz. der Produktionskapazität
1924	1 263 711	85 067	25 220	35 581	7	71	24 266	26 343	48 893	11,72	70,0
1925	1 406 505	90 603	25 220	35 581	7	67	29 802	26 006	56 087	13,27	78,0
1926	1 508 076	116 667	25 220	25 581	7	52	55 867	25 515	64 221	14,33	88,0
1927	1 310 393	87 897	25 220	49 814	7	85	12 864	24 665	58 906	12,98	78,9
1928	1 374 443	114 174	25 220	49 814	7	66	39 140	23 788	67 237	13,97	83,4
1929	1 493 505	197 592	25 220	63 849	8	45	108 523	14 945	63 274	15,30	89,2
1930	1 180 935	104 422	25 220	60 366	7	82	18 836	5 640	58 550	11,61	65,6
Insg. Drch.-schnitt	9 537 568	796 422	176540	330586	7	67	289 298	146 902	417168	13,31	79,0

1. Vor Abzug der Zuweisungen an das Surpluskonto; s. z. Vergl. Seite 72.
2. Die in den Gewinn- und Verlustrechnungen verzeichneten Surplus-Beträge. — Außerordentliche Gewinne und Verluste, wie Empfang von Aktien-Agio und Bezahlung eines Anleihe-Agios, werden in den letzten Berichtjahren in der Gewinn- und Verlustrechnung vernachlässigt und bleiben deshalb hier für die ganze Zeit unerwähnt.
3. Zinsen und Abschreibungen sind nur zur Ermöglichung eines besseren Vergleiches der Erträge hier angefügt.

Der zur Dividendenzahlung verfügbare Reingewinn von insgesamt 796 Mill. $ beträgt — als jährlicher Durchschnittsertrag — rd. 11 % des im Durchschnitt vorhandenen Aktienkapitals. Diese — im Vergleich zu den Erträgen der anderen hier behandelten Großunternehmungen der Vereinigten Staaten — nicht besonders hohe Gewinnziffer wird der tatsächlichen Lage nicht gerecht, und zwar aus folgenden Gründen: Einmal müßte man, um die Vergleichbarkeit mit den übrigen amerikanischen Unternehmungen, die keine oder nur eine sehr geringe langfristige Verschuldung aufweisen, zu erhöhen, die Zinsen dem Ertrag hinzurechnen; es ergäbe sich dann ein relativ immerhin noch geringer Durchschnittsertrag von 13 % des Aktienkapitals. Weiter ist zu berücksichtigen, daß wahrscheinlich durch erhebliche Vorbelastung mit Kosten für Anlagenerhaltung und -erneuerung ein großer Teil der Erträge in der veröffentlichten Gewinn- und Verlustrechnung nicht in Erscheinung tritt; während nämlich die Bilanzen für die Zeit von 1920—1930 einen kaum nennenswerten Nettozugang der Anlagen um rd. 32 Mill. $, d. s. rd. 2 % aufweisen, beträgt dieser Nettozugang nach besonderer Aufstellung in den Geschäftsberichten, rd. 674 Mill. $ oder 41 %. Daß durch die Schaffung derartig bedeutender stiller Reserven die ausgewiesenen Reinerträge empfindliche Einbuße erleiden, ist offensichtlich. — 2/3 (64 %) dieser Reinerträge wurden insgesamt zur Dividendenzahlung benutzt, 1/3 in der Unternehmung verwendet; in Wirklichkeit — also bei Berücksichtigung der stillen Reserven — ist natürlich der Prozentsatz der Reinvestition erheblich größer.

Der Anteil der Aktionäre am Gewinn, der in der Zeit von 1924—1930, mit Ausnahme einer Extradividende auf die Stamm-

aktien von 1 % im Jahre 1929, stets für Stamm- und Vorzugsaktien 7 % betrug, erreichte damit im Laufe dieser 7 Jahre nicht mehr als 50 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals. — Die ausgewiesenen Ertragsrückstellungen von insgesamt 289 Mill. $ betrugen nicht mehr als 28 % des gesamten nominellen Aktienkapitals. Die Zahlen der einzelnen Jahre zeigen mehr oder weniger starke Abweichungen vom Durchschnitt; so stiegen z. B. die zur Dividendenzahlung auf Stammaktien bereitzustellenden Beträge — bei gleichbleibenden Dividendenzusatz — um rd. 2/3, verglichen mit der Dividendensumme des Jahres 1924. Dieser Erhöhung entsprach eine fast gleich große Abnahme der festen Zinslasten. Diese vorzeitige Ablösung der mit 5 % verzinslichen Goldbonds und ihr Ersatz durch eigene, nur zur Teilnahme am Ertrag berechtigte Mittel bedeutet einerseits Minderung des finanziellen Risikos und Ablehnung jeglicher Expansionstendenzen, insbesondere auch Verzicht auf den Ausbau der Unternehmung als Finanzierungsgesellschaft, also eine Grundhaltung, die eine Ausnutzung konjunktureller Möglichkeiten vernachlässigt zu Gunsten der Festigung des finanziellen Gefüges und so eine Politik auf weite Sicht als das Gegebene erachtet. Betrachtet man diese großzügige Entschuldungsaktion weniger unter dem Gesichtspunkt der Sicherheit und mehr unter dem des Ertrags, so ist folgendes zu erwägen: In welcher Weise beeinflußt die Ablösung der 5 %igen Obligationen die Art der Ertragsverwendung und damit auch die Höhe der Dividende? Die Beantwortung dieser Frage hängt ganz von der Beurteilung der zukünftigen Ertragsaussichten ab. Da vorhandene Reserven und neu aufgenommenes Aktienkapital an die Stelle der Obligationen traten so ist die Einwirkung der geschilderten Transaktion auf die Qualität des Aktienkapitals nur durch die Beantwortung folgender Fragen zu klären:

1. Bestand die Wahrscheinlichkeit, daß die im Jahre 1929 für die Obligationentilgung aufgezehrten Kassenreserven bei weiterer Verwendung in der Unternehmung so wenig Ertrag abgeworfen hätten, daß sie die Aktiendividende stärker gesenkt hätten, als sie durch die Vernachlässigung der finanziellen Gewinnmöglichkeiten[187]) in Zukunft gesenkt wird?
2. Bestand die Wahrscheinlichkeit, daß die Rendite des Geschäftsgewinnes die 5 %ige Verzinsung des langfristigen Fremdkapitals unterschreiten würde?

Nur dann, wenn beide Fragen bejahend zu beantworten sind, kann die Tilgung der Obligationen als wirtschaftlich gerechtfertigt angesehen werden. Anderenfalls darf nicht übersehen werden, daß die Ablösung der 5%igen Obligationen und ihr Ersatz durch Aktienkapital unter Umständen die Aktienrendite, die an sich bei der U.S. Steel Corp. nur mäßig ist, gefährden kann, und daß der fixe Zinssatz auch als konstanter Faktor zu beachten ist, der ein „trading on the equity" ermöglicht[188]).

Die Tatsache der wechselnden und zwar im Verhältnis zum Umsatz progressiv steigenden Reinerträge, die wohl einmal auf das rela-

---

[187]) Die sich daraus ergaben, daß der Geschäftsgewinn auf das gesamte langfristige Eigen- und Fremdkapital eine höhere Verzinsung ergab als die 5%ige Verzinsung der Schuldverschreibungen.

[188]) S. z. Vgl. S. 114.

tive Sinken der fixen Kosten bei Annäherung an die volle Ausnutzung der Produktionskapazität zurückzuführen und im übrigen als konjunkturelle Erscheinung zu werten ist, beeinflußte auch die Höhe der jährlich zurückgestellten Abschreibungen und Reinerträge; so war z. B. die Ertragsrückstellung des Jahres 1929 besonders hoch, und zwar acht- bis neunmal so groß wie die des Jahres 1927; sie war es, die zum Teil erst die im Jahre 1929 im großen Stil durchgeführte Anleihetilgung ermöglichte. —

Als wesentliche Merkmale für die Beziehung zwischen Kapital und Gewinn seien hier die folgenden kurz zusammengefaßt wiederholt: äußerst stabile, aber verhältnismäßig geringe Dividende, Bildung erheblicher stiller Reserven und bedeutende Verringerung der festen Zinslasten — zum Teil als Folge der im Jahre 1929 außergewöhnlich hohen Reinerträge —, damit u. U. Vernachlässigung der Möglichkeiten, finanzielle Gewinne zu erzielen, d. h. die Qualität des Aktienkapitals zu verbessern.

Kapitel 3:

Gliederung des Kapitals.

Tabelle II. In 1000 $.

Geschäftsjahr	Aktienkapital 1		Reserven 2		Lf. Verbindlichkeiten 3		Kz. Verbindlichkeiten 4		Gesamtkapital	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1924	869 098	36	882 164	36	539 974	23	122 959	5	2 414 195	100
1925	869 157	35	922 177	38	537 391	22	116 918	5	2 445 643	100
1926	869 060	35	944 859	39	519 098	21	121 122	5	2 454 139	100
1927	1 072 351	44	752 227	31	500 082	21	108 923	4	2 433 583	100
1928	1 072 323	44	777 180	32	480 011	19	112 516	5	2 442 030	100
1929	1 174 184	51	848 811	37	134 170	6	129 019	6	2 286 184	100
1930	1 229 474	51	925 487	39	122 606	5	116 978	5	2 394 545	100

1. Stamm- und Vorzugsaktienkapital der U. S. Steel Corp., dazu „außenstehende Anteile von Subsidiärgesellschaften" (diese im Höchstfalle nur rd. 600,000$).
2. Reserven (verschiedene Reserven, Versicherungsresrven, Aktien-Agio: insgesamt rd. 100 — 180 Mill. $); Surplus (in Anlagen investiert rd. 200 — 270 Mill. $; unverteilter Ueberschuß 363 — 554 Mill. $).
3. Anleihen der U. S. Steel Corp.; Anleihen, Hypotheken und Noten der Subsidiärgesellschaften (rd. 185 — 122 Mill. $).
4. Laufende Verbindlichkeiten (Kreditoren, aufgelaufene Steuern, Zinsen und Dividenden, Ratenzahlungen der Angestellten auf zu erwerbende Aktien).

Der stärkste Eindruck, den Tabelle II über die Bewegungen innerhalb der Kapitalstruktur vermittelt, ist der einer inneren Konsolidierung; diese geht aus der beträchtlichen absoluten wie prozentualen Minderung der langfristigen Verbindlichkeiten und aus der Konstanz der Bilanzsumme hervor. — Eigenkapital in Höhe von 404 Mill. $ ist in der Zeit von 1924—1930 an die Stelle von langfristigem Fremdkapital in Höhe von 417 Mill. $ getreten; diese Zahlen zeigen, daß die Kapitalbedürfnisse des Konzerns für die betrachtete Zeit nicht nur keine Ausweitung erfahren haben, sondern daß darüber hinaus sogar eine geringe Verminderung des Kapitals und damit auch des Vermögens stattgefunden hat, wenn man die stillen Reserven nicht in Betracht zieht. — Die Tabelle gibt von der Entwicklung insofern ein falsches Bild, als es nach ihr den Anschein hat, als ob das langfristige Fremdkapital in der Hauptsche durch Aktienemission und nur zum kleineren Teil durch Reservenzuwachs getilgt worden ist. In Wirklichkeit ist jedoch zu berücksichtigen, daß

der größere Teil der seit dem Jahre 1924 emittierten Aktien — und zwar ein Betrag in Höhe von rd. 203 Mill. $ — kapitalisierte Reserven darstellt, ohne deren Einbringung in Aktienform das Aktienkapital im Jahre 1930 nur einen Anteil von 43 %, die Reserven dagegen einen solchen von 47 % der Bilanzsumme ausmachen würden.

Kapitel 4:

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle III. In 1000 $.

Geschäftsjahr	Anlagen 1		Beteiligung. 2		Liquide Res.- u Sinking-Fonds-Aktiva 3		Umsatzverm. 4		Gesamtvermögen	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1924	1 738 434	72	14 792	1	110 348	4	550 621	23	2 414 195	100
1925	1 753 289	72	21 247	1	118 102	5	553 005	22	2 445 643	100
1926	1 728 996	71	25 370	1	110 175	4	589 598	24	2 454 139	100
1927	1 772 956	73	25 915	1	101 452	4	533 260	22	2 433 583	100
1928	1 722 747	70	20 162	1	138 966	6	560 155	23	2 442 030	100
1929	1 609 459	70	19 419	1	95 073	4	562 233	25	2 286 184	100
1930	1 746 162	73	20 692	1	49 318	2	578 373	24	2 394 545	100

1. Anlagen (abzügl. Abschreibung); Bergwerksrechte; zurückgestellte Unkostenbelastung (2 — 4 Mill. $).
2. Auswärtige Grundstücke; verschiedene Wertpapiere; Hypotheken.
3. Sinking- und Reservefond-Aktiva (Kassenbeträge, verschiedene Aktiva und Wertpapiere). Sie enthalten die für die sinking-fund-Erfordernisse aufgekauften Bonds, stiegen bsi zum Jahre 1928 auf rund 124 Mill. $ und sanken bis Dezember 1930 auf rund 38 Mill. $.
4. Waren, Debitoren, Wechsel, Guthaben bei Zweigstellen, verschiedene börsengängige Wertpapiere (daurnter ein Teiil des Besitzes an Staatsanleihen), Bankguthaben, Kasse.

Tabelle IV.

Beziehungsgrößen	(%)	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Ges. langfr. Kap. zu fixen Kap. Anl.	(100)	131	131	133	129	134	132	129	131
Eigenkap. zu fixen Kap. Anlagen	(100)	100	101	103	101	106	124	122	108

Tabelle V. In 1000 $.

Absolute Verschiebungen im Vermögens- und Kapitalaufbau in der Zeit von 1924 — 1930.

Vermögen		Kapital	
Anlagen	+ 7 728	+360 376	Aktienkapital
Beteiligungen	+ 5 900	+ 43 323	Reserven
Liq.-Res. u. Sinking-Fonds	—61 030	—417 368	Langfr. Verbindl.
Umsatzvermögen	+27 752	— 5 981	Kurzfr. Verbindl.
	—19 650	— 19 650	

Eine Betrachtung der Verwendung des in der Zeit von 1924—1930 geschaffenen Neukapitals der U.S. Steel Corp. muß beinahe identisch sein mit der im vorigen Kapitel durchgeführten Untersuchung über die in diesem Zeitraum zu verzeichnenden Aenderungen in der Kapitalstruktur; denn das Ergebnis jener Prüfung war die Tatsache, daß der in Reserven- und Aktienkapitalmehrung ausgedrückte Vermögenszuwachs voll zur Tilgung langfristigen Fremdkapitals herangezogen wurde. Demzufolge hätten bedeutendere Aenderungen in der Vermögensstruktur nur durch Finanzierung in sich, d. h. durch Liquidierung bzw. Minderung von Vermögenskategorien zugunsten der Erweiterung anderer stattfinden können. Daß

das nicht geschehen ist, zeigt Tabelle V durch die Geringfügigkeit der absoluten Verschiebungen auf der Vermögensseite. Vergegenwärtigt man sich, daß von der gesamten Erhöhung der Eigenkapitalien um 403,7 Mill. $ rd. 54 Mill. $ an die Einbringung von Sachkapital zwingend gebunden waren[189]), so bedeutet die Erhöhung der Anlagen- und Betriebswerte in Tabelle V um insgesamt 41,38 Mill. $ im Zusammenhang mit jener Tatsache relativ einen Rückgang um 12,264 Mill. $. Diese Liquidierung von Betriebswerten und die Aufzehrung liquider Reserve- und Sinkings-funds — zusammen in einem Betrage von 73,294 Mill. $ — bewirkten eine zusätzliche Tilgung des Fremdkapitals, über die Schaffung von eigenem Neukapital hinaus, also eine solche aus der Vermögenssubstanz. —

Wie aus Tabelle III hervorgeht, war auch der strukturelle Aufbau des Vermögens in allen Jahren fast derselbe. Das erklärt sich einmal — wie schon oben dargelegt '— aus der Geringfügigkeit der absoluten Verschiebungen im Vermögensaufbau, wie auch aus der Art der Verwendung des Neukapitals, weist aber darüber hinaus noch darauf hin, daß die durch Neubildung von Eigenkapitalien geschaffenen Mittel fast immer sofort nach ihrer Einbringung zur Obligationentilgung verwendet worden sein müssen, da sie bilanzmäßig nicht als Vermögenszuwachs erscheinen. Die auf den Vermögenskonten, insbesondere auf den Konten der liquiden Reserve- und Sinking-funds, sich zeigenden Verschiebungen stellen also nur Spitzenbeträge dar, die angeben, inwieweit die im Jahre 1924 vorhandene Vermögensstruktur durch die Anleihetransaktionen eine Aenderung erfahren hat. Wie schon ausgeführt wurde, bestehen diese Aenderungen in einem relativen und nur geringen Abbau der Anlagen und einer — im Rahmen des Gesamtvermögens unbedeutenden — Aufzehrung liquider Fonds. Vergegenwärtigt man sich, daß durch die Schaffung erheblicher stiller Reserven auf den Anlagekonten die Anlagen wahrscheinlich zum mindesten dem neuesten Stand der Technik angepaßt wurden, und daß eine Anlagenerweiterung angesichts einer durchschnittlichen Ausnutzung der Produktionskapazität von nur 79 % jeder Berechtigung entbehrt hätte, daß aber andererseits die Anleihezinsen, die noch im Jahre 1928 reichlich 3 % des Stammaktienkapitals ausmachten, insgesamt eine nicht unwesentliche starre Belastung der Produktion darstellten, so erscheint die von der U.S. Steel Corp. eingeschlagene Finanzierungspolitik als recht einleuchtend; theoretisch wäre außerdem noch die Möglichkeit denkbar gewesen, mit dem in der Unternehmung weiter zu verwendenden Fremdkapital Beteiligungen zu erwerben in der Erwartung eines finanziellen Beteiligungsgewinnes.

Die zahlenmäßige Gegenüberstellung von Vermögens- und Kapitalgrößen — wie sie Tabelle IV zeigt — bestätigt im wesentlichen nur die bereits gewonnenen Ergebnisse, und zwar vor allem das Erstarken der Eigenkapitalbasis und daneben die verhältnismäßig große Konstanz, die den Kapital- und Vermögensaufbau der Unternehmung kennzeichnet.

Abschließende Zusammenfassung.

Die im Jahre 1901 gegründete U.S. Steel Corp. — ein Konzern von rd. 200 reinen Fabrikationsunternehmungen — besitzt 7%ige

[189]) S. z. Vergl. Seite 71.

kumulative Vorzugsaktien in Höhe von rd. 360 Mill. $, die kurz nach der Gründung durch Umwandlung von 150 Mill. $ Vorzugsaktien in Bonds auf diesen Betrag reduziert wurden und auf dieser Höhe bis zum Jahre 1930 verharrten, und ein Stammaktienkapital, das im wesentlichen erst seit dem Jahre 1927 bedeutendere Erhöhungen erfuhr. Das in der Zeit von 1927—1930 emittierte Stammaktienkapital, das das bisherige um rd. 360 Mill. $ auf rd. 869 Mill. $ erhöhte, bezweckte mit rd. 203 Mill. $ eine Kapitalisierung von Reserven, mit 102 Mill. $ eine Verringerung langfristigen Fremdkapitals, und nur mit 54 Mill. $ eine Angliederung weiterer Werke. — An langfristigen Verbindlichkeiten, die noch im Jahre 1924 23 % der Gesamtkapitalien ausmachten, sind in erster Linie die von dem Konzern — wohl im Austausch gegen Obligationen der Gründergesellschaften — selbst emittierten 5%igen Gold-Bonds zu nennen, die mit insgesamt 504 Mill. $ mit 50—60 jähriger Laufzeit in den Jahren 1901 und 1903 ausgegeben wurden, und dazu eine Vielzahl der von den Einzelgesellschaften direkt emittierten Anleihen. Die gesamte langfristige Schuld erfuhr von 1921 — Ende 1928 einen jährlichen Nettorückgang von 14 bis 18 Mill. $, d. s. rd. 3 % des bis dahin durchschnittlich in Höhe von rd. 500 Mill. $ vorhandenen langfristigen Fremdkapitals. Insgesamt wurden in der Zeit von 1924—1930 die vorhandenen langfristigen Mittel um 417,37 Mill. auf 122,6 Mill. $, also um rd. 75—80 % reduziert; von diesen 417.37 Mill. $ entfielen rd. 344 Mill. $ auf eine besonders umfangreiche Tilgungstransaktion des Jahres 1929. Finanziert wurde diese innere Konsolidierung durch eine Verbreiterung der Eigenkapitalbasis derart, daß Eigenkapitalien vollständig in die durch Tilgung langfristigen Fremdkapitals freigewordenen Stellen nachrückten und so — angesichts der Tasache, daß auch die kurzfristigen Verbindlichkeiten im wesentlichen stets dieselben blieben — die Bilanzsumme für die Zeit von 1924—1930 beinahe vollkommen konstant hielten.

Wie wenig sich sowohl quantitativ wie qualitativ in den Jahren 1924—1930 an dem Vermögensaufbau des Konzerns änderte und wie sehr sich qualitativ in dem Kapitalaufbau eine Verschiebung zur stärkeren Fundierung der Eigenkapitalbasis vollzog, zeigt folgende Aufstellung.

	In Mill. $	
Rückgang der langfr. Verbindl. um		417 368
Finanziert durch:		
Erhöhung des Akt. Kap. um	103 411	
Ertragsrückstellungen von	166 466	
Außerbetriebliche Gewinne (Aktienagio)	80 178	
Rückgang flüssiger Mittel (Reservefonds)	61 030	
Anlagenabbau (relativ)	6 283	417 368
Rückgang der kurzfr. Verbindl. um	5 981	
Erhöhung der Beteiligungen um	5 900	
Erhöhung des Umsatzvermögens um	27 752	39 633
Finanziert durch:		
Anlagenabbau (relativ)		39 633

Die zur Dividendenzahlung verfügbaren Reinerträge waren mit insgesamt 796 Mill. $ oder rd. 11 % des Durchschnittsaktienkapitals nicht besonders hoch; doch lassen Angaben in den Geschäftsberichten darauf schließen, daß erhebliche stille Reserven auf den Anlagekonten angesammelt wurden. Der Anteil der Aktionäre an den Reinerträgen betrug durchweg für Stamm- und Vorzugs-Aktienkapital nur 7 % — mit Ausnahme einer Extradividende von 1 % auf das Stammaktien-Kapital im Jahre 1929. Die offenen Rückstellungen, die ungefähr 1/3 der erzielten Reinerträge ausmachten und nach obiger Aufstellung ganz zur Tilgung von Fremdkapital dienten, ermöglichten angesichts des besonders hohen Reinertrags des Jahres 1929 (rd. 198 Mill. $, d. s. rd. 25 % der in den 7 Jahren erzielten Gesamtreinerträge) in diesem Jahr eine besonders umfangreiche Tilgungstransaktion. — Eine Erweiterung des Produktionsapparates wurde in der Zeit von 1924—1930 nicht vorgenommen, war doch die Produktionskapazität im Durchschnitt nur mit 79 % ausgenutzt; doch wurde durch die beträchtliche Senkung der festen Zinslasten um rd. 20 Mill. $ gegenüber der jährlichen Belastung der Jahre 1924—1927 ein absatzförderndes Element geschaffen. Zwar kompensierten die zu zahlenden Dividensummen infolge der Kapitalerhöhungen die Zinserleichterung, doch stellen sie nicht wie die Zinsen einen starren Unkostenfaktor dar, sondern können, den wechselnden Erträgen weitgehend angepaßt — also u. U. auch auf einen Satz von weniger als 5 % beschränkt werden. Andererseits ist aber auch zu bedenken, ob die Ablösung der 5%igen Obligationen und ihr Ersatz durch Aktienkapital nicht u. U. die Qualität des Aktienkapitals verschlechtert, d. h. die Aktienrendite gefährdet, zumal der mit Hilfe der 5%igen Obligationen erzielte finanzielle Gewinn mit ihrer Ablösung geopfert wird.

General Motors Company.

Vorbemerkung.

Die General Motors Co. wurde im Jahre 1916 in Delaware — als Nachfolgerin eines Unternehmens gleichen Namens in New Jersey — gegründet. Sie ist in erster Linie ein Fabrikationsunternehmen, daneben auch eine Holdinggesellschaft. Im Gegensatz zu dem Ford-Unternehmen stellt sie Automobile aller Art her, sehr billige und sehr teure[190]). In der General Motors Acceptance Corp. hat sie sich eine großzügige Organisation für die Absatzfinanzierung geschaffen; die General Exchange Insurance Corp. ist ihre eigene Versicherungsgesellschaft gegen Feuer und Diebstahl. In finanzieller Hinsicht bestehen enge Beziehungen zu dem Bankhaus J. P. Morgan & Co. In 19 Ländern Europas, Südamerikas und des Fernen Ostens verfügt die General Motors Co. über eigene Verkaufsstellen, die meist mit Montage-Werkstätten verbunden sind. In den letzten Jahren ging sie außerdem dazu über, führende Auslandsfirmen aufzukaufen; so fanden Abschlüsse statt mit der Fiat in Italien, mit Citroen in Frankreich und mit Opel in Deutschland. Von ihren

[190]) Vorstehende Angaben aus „Vorwärts" vom 1. 3. 1929.

Beteiligungen sind vor allem zu nennen die an der General Motors Acceptance Corp. mit rd. 78 Mill. $, an der Yellow Truck & Coach Manufacturing Co. mit 30 Mill. $, an der Adam Opel A.G. mit 26 Mill. $ und an der Bendix Aviation Corp. mit 15 Mill. $[191]).

Kapitel 1.

Quellen des Kapitals.

a) Aktienkapital:

Zur Zeit der Gründung der General Motors Co. im Jahre 1916 bestanden zwei Kategorien von Anteilspapieren: Stammaktien und 6%ige Vorzugsaktien; dazu kam im Jahre 1919 eine Emission von von 6%igen Debenture-Aktien in Höhe von 33,2 Mill. $. Im Jahre 1920 wurden weitere 7%ige Debenture-Aktien geschaffen.

Die 6%igen Vorzugsaktien verharrten trotz mehrmaliger Abwandlung der autorisierten Kapitalziffer in den ersten vier Jahren nach der Gründung bei einem emittierten Kapital von rd. 19,7 Mill. $, um dann bis zum Jahre 1923 aus nicht ersichtlichen Gründen — vielleicht durch Aufkauf durch die Unternehmung oder durch Umwandlung in eine andere Aktienkategorie — auf rd. 16 Mill. $ zurückzugehen. Das Stammaktienkapital wurde im Jahre 1919 von 82,6 Mill. $ — dem seit der Gründung emittierten Betrag — auf 151,3 Mill. $ erhöht und stieg bis zum Jahre 1923 auf 206,5 Mill. $ an. — Die 6%igen Debenture-Aktien erreichten bis zum Jahre 1923 eine Höhe von 60,8 Mill. $. Die 7%igen Debenture-Aktien — nach 1923 als Vorzugsaktien bezeichnet — stiegen bis zum Jahre 1923 auf eine Höhe von 32,9 Mill. $ an[192]). — In ihrer Gesamtheit erreichten die emittierten Aktienkapitalien bis zum Jahre 1923 eine Höhe von 316 Mill. $ gegenüber einem Gründungskapital von 102 Mill. $, nahmen also um über 300 % zu.

Im Jahre 1924 wurde eine Vereinfachung der Kapitalstruktur angestrebt; den Besitzern der 6%igen Vorzugs- und Debenture-Aktien wurde deshalb ein Umtausch ihrer Papiere in 7%ige Vorzugsaktien angeboten, und zwar gegen Bezahlung von 10 $ je Aktie[192]). Von der Annahme dieses Angebots schlossen sich nur die Besitzer von 7,7 Mill. $ Vorzugs- bzw. Debenture-Aktien aus, während die Mehrzahl das Angebot im Jahre 1924 akzeptierte; damit erhöhte sich das 7%ige Vorzugsaktienkapital auf 102 Mill. $[193]). Das Stammaktienkapital erfuhr im Jahre 1924 ebenfalls — sowohl in seiner Höhe wie auch in der Stückelung — eine Aenderung; die im Jahre 1923 bestehenden 20 646 397 10 $-Stammaktien wurden 1924 im Verhältnis von 1 : 4 in 5 161 600 neue Stammaktien eingetauscht; diese wurden mit 50 $ je Aktie kapitalisiert, wodurch sich das Stammaktienkapital um 25 %, d. h. um einen Betrag von 51 615 980 $ auf 258 079 960 $ erhöhen mußte, der dem Reservekonto entnommen wurde[194]). Damit wurde für die einzelne Aktie eine ziffernmäßige Werterhöhung um das Fünffache erreicht. Im folgenden Jahr änderte sich außer dem weiteren Umtausch einiger

191) Nach dem Stand von 1930; Geschäftsbericht von 1930.
192) Moody's Industrials.
193) S. Bilanzen vom Jahre 1923 und 1924.
194) Moody's Industrials.

6%iger in 7%ige Vorzugsaktien an dem Aktienkapital nichts. Im Jahre 1926 erwarb die General Motors Co. die noch ausstehenden Shares der Fisher Bodies Co., der größten Karosseriewerke der Vereinigten Staaten, von denen sie bereits 60 % des Aktienkapitals besaß[195]). Diese Beteiligung wurde mit 65 156 050 $ oder 1 303 121 Stück Stammaktien bezahlt. Diese wurden mit 664 720 Shares dem Bestand an eigenen Aktien entnommen und mit 638 401 Shares durch eine Erhöhung des Kapitals um einen Betrag von 31 920 050 $ geschaffen. Auf das so auf 290 Mill. $ erhöhte Stammaktienkapital wurde noch im gleichen Jahr eine 50%ige Aktiendividende ausgeschüttet, die das Stammaktienkapital auf 435 Mill. $ ansteigen ließ[196]). Auf dieser Höhe blieb es bis zum Ende des zu betrachtenden Zeitraumes bestehen; doch wurde die Zahl der Aktien im Jahre 1927 durch Umwandlung der 50 $-Aktie in eine 25 $-Aktie auf das Doppelte, also auf 17,4 Mill. Anteile vermehrt. Im Jahre 1929 erfolgte durch die Festsetzung eines Nennwertes von 10 $ für die Aktie eine weitere Erhöhung der Zahl der Aktien auf 43,5 Mill. Stück[194]). Diese Maßnahmen waren infolge der starken Kurssteigerungen notwendig geworden und wurden getroffen, um den Preis der Aktien in die Nähe des 100-$-Wertes herabzuschrauben und so ihre Marktfähigkeit zu erhöhen[197]).

Das 7%ige Vorzugsaktienkapital, dem bis zum Jahre 1929 noch ständig einige 100 000 $ aus dem Umtausch 6%iger Vorzugsaktien zuwuchsen, erfuhr außerdem im Jahre 1927 eine Erhöhung um 25 Mill. $ die bei einem Emissionskurs von 120 $ je Aktie dem Unternehmen 30 Mill. $ neue Mittel brachten[198]), die ersten von außen hereingenommenen flüssigen Mittel seit 1923. Diese Tatsache wurde von der Verwaltung zum Anlaß genommen, einige allgemeine Richtsätze und Daten ihrer Finanzierungspolitik bekanntzugeben. Mr. Sloan, der Präsident der General Motors Co., machte u. a. folgende Ausführungen:

> „Es ist eine allgemein zu verzeichnende Erscheinung, daß ein gut geleitetes industrielles Unternehmen, das ein brauchbares Fabrikat herstellt, also ein solches, welches — bei unserem gegenwärtigen Stand der Zivilisation — einen wirklich nützlichen Dienst leistete, zwangsläufig eine Reihe von Jahren wächst. Wachstum erfordert zusätzliche Finanzierungsquellen".

Sodann verbreitete sich Sloan über die verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten und ihre Brauchbarkeit für den jeweiligen Zweck und die jeweilige Lage des Unternehmens. Dabei betonte er, daß das Wachstum einer Unternehmung u. U. so schnell vor sich gehen kann, daß die Selbstfinanzierung aus Gewinneinbehaltung nicht ausreicht; in diesem Fall wäre es vom Standpunkt des Stammaktionärs am vorteilhaftesten, Wertpapiere mit festen, den seinen vorgelagerten Ansprüchen, wie z. B. Vorzugsaktien, auszugeben; vorausgesetzt, daß diese durch den Ertrag auf die Stammaktien reichlich gesichert sind und sich auf dem Markt zufriedenstellend behaupten. Der Verkauf von Stammaktien sei ein Weg, der meistens offen-

---

[195]) „Berliner Tageblatt" vom 14. 5. 1926.
[196]) Geschäftsbericht vom Jahre 1926.
[197]) „Journal of Commerce" vom 9. 11. 1928.
[198]) Geschäftsbericht vom Jahre 1927.

stehe, und der dann beschritten werden solle, wenn eine weitere Ausgabe von Wertpapieren, die mit vordringlicheren Ansprüchen ausgestattet sind, den Besitzern der Stammaktien vom Anlagestandpunkt zum Nachteil gereichen würde. Sodann leitete Sloan zu den Fragen der Gewinnverteilungspolitik über; er erblickt ihre Lösung darin, daß ein richtiger Verteilungsschlüssel gefunden wird, sowohl in Bezug auf die Ansprüche der Stammaktionäre gegenüber denen der bevorrechtigten Kapitalanleger als auch in bezug auf die ausgeschütteten Erträge gegenüber den in der Unternehmung zurückbehaltenen. Trotzdem vom Beginn des Jahres 1922 bis Ende 1926 nur 54,49 % der Erträge als Dividende ausgezahlt worden seien, also annähernd die Hälfte zur Sicherung der finanziellen Struktur in die Unternehmung investiert worden sei, hätten diese Mittel — dank der starken Steigerung des Umsatzes und infolge eines sich daraus ergebenden Zwanges zur Erhöhung des arbeitenden Kapitals — nicht genügt. Zur Verstärkung der flüssigen Mittel seien deshalb die neuen 25 Mill. $ Vorzugsaktien ausgegeben worden[199]). Im Jahre 1929 erfolgte eine weitere Ausgabe von 7%igen Vorzugsaktien in Höhe von 4 Mill. $, mit denen die Aktiven der North East Electric Co. erworben wurden[200]). Im folgenden Jahre wurde für die 7%igen Vorzugsaktien eine Zinsherabsetzung auf 5 % vorgenommen; als Entschädigung tauschte die Verwaltung den Aktionären 1,35 Anteile neuer 5%iger für 1 Anteil alter 7%iger Vorzugsaktien ein. Gleichzeitig erwarb sie — ebenfalls im Austausch gegen neue 5%ige Vorzugsaktien — die noch ausstehenden 6%igen Vorzugs- und Debenture-Aktien für 1,10 bzw. 1,15 neue Anteile je alte Aktie[201]). Damit erhöhte sich das Vorzugsaktienkapital auf 187 536 600 $[202]). Die für den Umtausch erforderlichen Mittel wurden mit 45,57 Mill. $ dem Surplus entnommen[203]). Der Zweck dieser Finanztransaktion war demnach nicht die Beschaffung neuer Mittel, sondern die Ermäßigung der jährlichen Dividendenzahlung und die Vereinfachung der finanziellen Struktur[204]). Mit Ausnahme des Falles der Betriebsveräußerung im Ganzen besitzen die Vorzugsaktionäre kein Stimmrecht; es sei denn, daß das Unternehmen länger als ein halbes Jahr mit der Dividendenzahlung auf die Vorzugsaktien in Verzug gerät; in diesem Fall sind die Vorzugsaktionäre berechtigt, ein Viertel der Vorstandsmitglieder zu wählen.[205]). — Unter den Aktiven gewinnt der Bestand an eigenen Aktien zunehmend an Bedeutung, und zwar durch sein schnelles Anwachsen von 5 Mill. $ im Jahre 1924 auf 70 Mill. $ im Jahre 1929. Der Aufkauf eigener Aktien geschah seit 1927 planmäßig im Zusammenhang mit der vorgesehenen Bildung einer zweiten „Managers Securities Co." nach Erlöschen der ersten Ende 1930. Diese, die im Jahre 1923 gegründet wurde, bezweckte die Bereitstellung von General Motors Aktien für den Erwerb durch leitende Angestellte, die dadurch an dem Erfolg des Unternehmens, dem sie dienten, stärker beteiligt werden sollten[206]). Zur

199) „New Yorker Times" vom 13. 6. 1927.
200) Geschäftsbericht vom Jahre 1930.
201) Moodys' Industrials.
202) S. z. Vergl. Bilanz vom Jahre 1930.
203) S. z. Vergl. das Surplus-Konto vom Jahre 1930.
204) S. auch „Frankfurter Ztg." vom 3. 5. 1930.
205) Moody's Industrials.
206) Geschäftsbericht vom Jahre 1928, Seite 13.

Fortführung der Managers Securities Co. nach dem Jahre 1930 wurde der Hauptteil der inzwischen angekauften eigenen Aktien und zwar in Höhe von 45 Mill. $ an die neugegründete General Motors Management Corp. überwiesen, die sie mit 50 Mill. $ 6%igen Schuldverschreibungen bezahlte. Da diese Aktien durch die General Motors Co. beträchtlich unter dem Durchschnittspreis von 40 $ je Anteil erworben worden waren, aber der Management Corp. mit 40 $ je Aktie berechnet wurden, erzielte die General Motors Co. mit dieser Transaktion einen Gewinn, und zwar in Höhe von 10,41 Mill. $[208]).

Die Ausführungen über die Entwicklung auf dem Aktienkapitalkonto seien wiederum durch eine knappe Uebersicht ergänzt:

		Stamm-A.	Vorzugs-A.
		$	$
Stand der Aktienkap.	1923	206 463 970	109 916 000
Erhöhg. der Aktienkap.	1924	51 615 980	—
„ „ „	1926	176 920 050	—
„ „ „	1927	—	25 000 000
„ „ „	1929	—	4 000 000
„ „ „	1930	—	48 620 600
		435 000 000	187 536 600
Art des Gegenwertes: (1924—1930)			
Kapitalisierung von Reserven	1924	51 615 980	—
Kapitalisierung von Reserven	1926 u. 1930	145 000 000	48 620 600
Beteiligungen	1926 u. 1929	31 920 050	4 000 000
Flüssige Mittel	1927	—	25 000 000
		228 536 030	77 620 600

Diese Uebersicht vermittelt uns zunächst die Erkenntnis, daß die Zunahme der Aktienkapitalien in den ersten sieben Jahren des Bestehens der Gesellschaft nur in geringem Umfange die der folgenden sieben Jahre übertraf. Beachtlich ist außerdem, daß 80 % der von 1924—1930 emittierten Aktienkapitalien keine neuen Mittel hereinbrachten, und daß nur 8 % der Neuemissionen der Verstärkung der Liquidität dienten. Angliederungen wurden aus dem Neukapital nur mit 12 % finanziert; allerdings ist in dieser Zahl nicht der Ersatz eigener Aktien durch Beteiligungen berücksichtigt, was den prozentualen Anteil am Aktienkapital auf das Doppelte erhöhen würde.

b) Reserven:

Die von der General Motors Comp. unter der Bezeichnung „Reserven" zusammengefaßten Konten tragen nur teilweise echten Reservecharakter. „Abschreibungen" als Wertberichtigung zu den Anlagen und „später als in einem Jahr rückzahlbare Arbeiter-Spareinlagen" als langfristige Verbindlichkeiten sind zu Unrecht unter der

[207]) Bilanz vom Jahre 1930.
[208]) „Journal of Commerce" vom 7. 2. 1930.

Bezeichnung „Reserven" aufgeführt. Der Charakter des Kontos „sundry contingencies" ist ohne genauere Kenntnis seines Verwendungszwecks nicht zu bestimmen; es können auf diesem Konto sowohl echte Reserven wie auch kurzfristige Verbindlichkeiten verbucht worden sein; da unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten bereits eine Rückstellung für aufgelaufene noch nicht fällige Steuern und verschiedene andere Posten besteht, ist es nicht unwahrscheinlich, daß es sich bei dem Konto „sundry onctingencies" in der Tat um Rückstellungen für Unvorhergesehenes und damit also um echte Reserven handelt. Der ebenfalls unter „Reserven" verbuchte „Bonus Fond" stellt eine Ertragsrückstellung von durchschnittlich 5 % dar; er ist in eigenen Aktien angelegt, mit denen Arbeiter und Angestellte, die sich besonders ausgezeichnet haben, jedes Jahr belohnt werden[209]). Diese Ausschüttungen erschöpfen — wenigstens bis 1930 — bei weitem nicht die Rückstellungen; auch handelt es sich hier um eine durchaus freiwillige Leistung der Unternehmung, sodaß dieses Konto mit Recht als Reservekonto angesprochen werden kann. Das letzte der unter „Reserven" aufgeführten Konten ist der „Employees' investment fund" (Arbeiteranlagefond). Er wurde von der Unternehmung im Zusammenhang mit den Spareinlagen der Arbeiter gebildet; für jeden Dollar eines Arbeiters, der in den Sparfond der Unternehmung gelegt wird, speist diese mit 50 Cents aus dem Ertrag den „Arbeiteranlagefond"; er ist in eigenen Aktien angelegt. Seine Funktion besteht darin, Arbeiter und Angestellte durch gewisse, nicht näher bezeichnete finanzielle Vergünstigungen zur Festlegung ihrer Ersparnisse auf mindestens 5 Jahre zu veranlassen[210]). Auch hier führt die positive Differenz zwischen Ertragsrückstellung und Ausschüttung zu einer allmählichen Ansammlung von Reserven.

Während es sich bei den eben gekennzeichneten Konten um Rückstellungen handelt, die — wenigstens nach außen hin — an einen bestimmten Zweck gebunden sind, ist das Surplus-Konto hier das allgemeine Reservekonto. Die in der Bilanz erscheinenden Zahlen sind das Ergebnis aus außerbetrieblichen Gewinnen wie Aktienagio zuzüglich Reinerträgen und abzüglich der Dividendenausschüttungen. Diese Handhabung der Buchungstechnik hebt die sonst übliche Trennung betrieblicher und außerbetrieblicher Gewinne auf, macht damit die nach der Dividendenzahlung in der Bilanz erscheinenden Surplusbeträge zu reinen Gewinnvorträgen und erleichtert gegebenenfalls die Zahlung einer höheren Dividende, als sie während des Jahres verdient wurde. Die für die Zeit von 1924—1930 angesammelten Surplusbeträge, von denen nur rd. 14 % auf Agio- und Neubewertung von Aktiven entfallen, belaufen sich einschließlich der in diesen Jahren kapitalisierten Beträge auf 452,7 Mill. $ oder 56 % der in diesem Zeitraum gezahlten Dividenden.

c) Kurzfristige Verbindlichkeiten.

Diese umfassen die „Kreditoren" und einige transitorische Posten wie aufgelaufene Steuern, Löhne und Dividenden. Die Zahlen spiegeln in ihrem allmählichen Anstieg bis zum Jahre 1929 und dem starken Rückgang in den beiden letzten Jahren das Auf und Ab

[209]) Geschäftsbericht vom Jahre 1930, Seite 31.
[210]) Geschäftsbericht vom Jahre 1929, Seite 14.

der Umsatztätigkeit wider und enthalten keine außergewöhnlichen Posten. Infolge der bilanzmäßigen Zusammenziehung sämtlicher kurzfristiger Verbindlichkeiten zu dem Konto „Kreditoren" ist allerdings nicht erkennbar, welcher Teil auf Liferanten- und welcher auf Bankschulden entfällt. Es wurde in diesem Zusammenhang nur bekannt, daß die General Motors Comp. im Jahre 1929 die billigeren Zinssätze in England ausnutzte und sich zur Finanzierung ihres Autoexports nach Australien von dem Londoner Bankhaus Morgan, Grenfeld & Co. einen Akzeptkredit in Höhe von 2 Mill. £ einräumen ließ[211]).

Kapitel 2.

Analyse der Beziehungen zwischen Kapital und Gewinn.

Tabelle I.2. In 1000 $.

Geschäftsjahr	Nettoverkäufe	Zur Dividendenzahlung verfügbarer Reingewinn	Dividenden auf das Vorzugsaktienkapital	Bardividenden auf das Stammaktienkapital	Gesamtdividenden in % des Gesamtaktienkapitals	Gesamtdividende in % d. Reingewinns	Nicht ausgeschütteter Reinertrag 1	Nicht ausgeschütteter Reinertrag in % des Aktienkapitals	Außerbetrieblicher Gewinn 1	Außerbetrieblicher Gewinn in % des Aktienkapit.	Bardividenden auf das Stammaktienkapital in 0/0
1924	568 007	51 624	7 273	25 031	8,8	62,6	19 320	5,3	6932[2]	1,9	9,70 (5,75)[3]
1925	734 593	116 016	7 640	61 935	18,9	60,0	46 441	12,6	—	1 —	23,98 (14,13)[3]
1926	1 058 153	186 231	7 645	103 931	20,5	59,9	74 655	13,7	50812	3,8	23,89
1927	1 269 520	235 105	9 109	134 836	25,3	61,2	91 160	16,0	4104	0,8	31,00
1928	1 459 763	276 468	9 405	165 300	30,7	63,2	101 763	17,9	—	—	38,00
1929	1 504 404	248 282	9 479	156 600	28,9	66,9	82 204	14,3	865	0,2	36,00
1130	983 375	151 099	9 538	130 500	22,5	92,7	11 060	1,8	—	—	30,00
Insgs.	7 577 815	1 264 825	60 089	778 133			426 603		62 713		
Drchschnitt					22,2	66,3		11,8		1,7	28,91

1. Es handelt sich um die auf Seite 85 in bezug auf das Surpluskonto erwähnten Beträge. Die unter „Reserven" angesammelten Reservebeträge wurden wegen ihrer geringen Höhe nicht berücksichtigt.
2. Angaben für das Jahr 1924 standen nicht zur Verfügung; der Betrag wurde auf Grund der auf Seite 81 erwähnten Kapitaltransaktion errechnet.
3. Durch Zugrundelegung des nach 1925 erhöhten Stammaktienkapitals mit den Zahlen der letzten 5 Jahre vergleichbar gemacht.

Die Reinerträge der General Motors Comp., die wiederum nicht getrennt nach Umsatz- und Beteiligungsgewinn veröffentlicht werden, waren nach den Zahlen in Tabelle I außerordentlich hoch; sie betrugen für den betrachteten Zeitraum rd. 1,26 Md. $, d. h. im Jahr durchschnittlich reichlich 1/3 (34,96 %) des Aktienkapitals. Von diesem Betrag wurden im Durchschnitt 2/3 als Dividende ausgeschüttet und 1/3 im Betrieb investiert. Die Stammaktionäre erhielten demnach im Laufe von 7 Jahren mit 778 Mill. $ fast das Doppelte (178 %) ihres Aktienkapitals als Dividende zurück. Die im Betrieb zurückbehaltenen Reingewinnbeträge erreichten am Schluß der 7 Jahre mit rd. 427 Mill. $ fast die Höhe des Stammaktienkapitals und fast den fünffachen Betrag der durch Aktienausgabe (einschließlich Agio) von außen hereingenommenen Kapita-

211) „B. Z. am Mittag" vom 23. 7. 1929.

212) Teilweise aus einer Aufstellung im Geschäftsbericht vom Jahre 1930, Seite 25, entnommen.

lien (427 Mill. $: 89,5 Mill. $); daraus ergibt sich, daß in der Zeit von 1924—1930 für die Entwicklung der General Motors Comp. die Selbstfinanzierung ausschlaggebend war.

Betrachtet man die Lage von Jahr zu Jahr, so zeigen sich zum Teil recht erhebliche Abweichungen vom Durchschnitt; so weist der Reingewinn des Jahres 1928 die 5 ½fache Höhe desjenigen vom Jahre 1924 auf, der Reingewinn des Jahres 1930 bereits nur noch den dreifachen Betrag von dem des Jahres 1924. Zieht man die wertmäßigen Nettoverkäufe mit zum Vergleich heran, so kann man feststellen, daß die Höhe des Reingewinnes im allgemeinen der Höhe des Umsatzes entsprach, nur in den Höhepunkten beider zeigen sich Abweichungen; während die Umsätze erst im Jahre 1929 den höchsten Stand erreicht haben — wahrscheinlich infolge eines hohen Auftragsbestandes aus dem Vorjahre — zeigen die Erträge des Jahres 1929 bereits ein Absinken gegenüber denen des Vorjahres. Daß aber der Ertrag des Jahres 1930 nur wenig stärker zurückging als der Absatz, läßt eine schnelle Anpassung an die veränderte Konjunkturlage erkennen und wird von der Leitung mit Recht als eine Leistung betrachtet[213]). Das prozentuale Verhältnis der ausgeschütteten Reingewinnbeträge zum Stammaktienkapital läßt erkennen, daß durch die Erhöhung des Stammaktienkapitals im Jahre 1926 eine am Vorjahr gemessene genaue Angleichung des Stammaktienkapitals an die gestiegenen Reingewinn- und Dividendensummen erfolgte; dann aber erhöhte sich die Verzinsung der Stammaktien — infolge steigenden Reingewinns bei gleichbleibendem Stammaktienkapital — bis zum Jahre 1928, um dann infolge des Gewinnrückganges im Jahre 1930 bis auf den Stand des Jahres 1927 zu sinken. Dieser Rückgang der Dividendenzahlung auf die Stammaktien im Jahre 1930 entsprach jedoch zahlenmäßig nicht ganz dem Gewinnrückgang; denn dem Reingewinn des Jahres 1930 wäre — gemessen an dem Vorjahre — eine Dividende von ca. 20 % des Stammaktienkapitals angepaßt gewesen[214]). Die relativ geringe Dividendensenkung von 36 % auf 30 % konnte angesichts der stark zurückgegangenen Reinerträge nur durch weitgehenden Verzicht auf Rückstellungen durchgeführt werden. Wie die Zahlen der Tabelle I zeigen, wurden in der Zeit von 1924 bis 1929 durchschnittlich 38 % der Reinerträge in den Betrieb reinvestiert, im Jahre 1930 dagegen nur noch 7 %.

Zur Beurteilung etwa vorhandener stiller Reserven sei hier nur die Bewertung der Anlagen und der Patente herangezogen. Die Abschreibung auf Anlagen wird von der General Motors Corp. und den ihr angeschlossenen Unternehmungen geradlinig ohne Berücksichtigung eines etwa verbleibenden Anlagenwertes durchgeführt, und zwar entweder auf der Basis des Anschaffungspreises oder auf Grund sonstiger gesunder Wertmaßstäbe, wie sie von unabhängigen Taxatoren angelegt werden. Die jährlichen Raten betrugen für Gebäude 3 %, für die sonstige Betriebsausrüstung wie Maschinen, Werkzeuge usw. 10 %, für Grundstücksverbesserungen 5 %[215]). Außergewöhnliche Wertminderungen — wie sie z. B. durch Veralten von Maschinen entstehen können — werden demnach bei der

213) „Frankfurter Ztg." vom 2. 4. 1931.
214) S. z. Vergl. die Jahre 1925 und 1926.
215) Moodys' Industrials.

Unternehmung nicht berücksichtigt; es sei denn, daß das Konto „verschiedenes Unvorhergesehenes" diesem Zweck dient. Das Konto „Firmenwert, Patente usw." erfuhr — wohl zur Rechtfertigung der auf ihm eingesetzten Summe von zuletzt 51,9 Mill. $ — im Geschäftsbericht vom Jahre 1930[216]) einen besonderen Hinweis auf die Bedeutung des Firmenwertes in einer Organisation wie der der General Motors, einer Unternehmung,

> „die normalerweise jährlich Geschäfte von über 1¼ Md. $ tätigt, die eine Gruppe hochspezialisierter Fabrikationsbetriebe besitzt, die normalerweise mehr als 175 000 Menschen beschäftigt, und die von einer ungeheuren Verkaufsorganisation, welche selbst mehr als 26 000 Niederlassungen umfaßt, unterstützt wird."

Kapitel 3.

Gliederung des Kapitals.

Tabelle II. In 1000 $

Geschäftsjahr	Aktienkapital 1		Reserven 2		Langfristige Verbindlichkeiten 3		Kurzfristige Verbindlichkeiten 4		Gesamtkapital	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1924	369 654	72	98 942	19	—	—	47 074	9	515 670	100
1925	369 958	60	133 161	22	—	—	109 042	18	612 161	100
1926	547 337	69	105 332	13	—	—	144 333	18	797 002	100
1927	572 520	60	209 795	22	14 934	2	159 356	16	956 605	100
1928	573 004	53	311 089	29	23 101	2	173 021	16	1 080 215	100
1929	574 360	51	406 349	36	32 413	3	117 673	10	1 130 795	100
1930	622 980	57	358 070	33	32 327	3	83 780	7	1 097 157	100

1. Vorzugs- und Stammaktien; dazu „Kapital- und Reserveansprüche einzelner Aktionäre an die angeschlossenen Unternehmungen" (im Höchstfall 3 Mill. $.
2. Surplus; Reserven (Arbeiteranlagefond, Bonus an Angestellte, verschiedenen Unvorhergesehenes), im Höchstfall 25,5 Mill. $.
3. Frühestens in einem Jahr rückzahlbare Arbeiterersparnisse.
4. Kreditoren; noch zu bezahlende Steuern, Löhne u. ä.; innerhalb eines Jahres rückzahlbare Arbeiterersparnisse; noch zu zahlende Dividenden; vertragliche Verpflichtung gegenüber der General Motors Management Corp. fällig am 10. 3. 1931 (nur für das Jahr 1930).

Die Zahlen der Tabelle II geben zunächst einen Einblick in das Verhältnis der Eigen- zu den Fremdkapitalien. Es zeigt sich, daß in den Zeiten des Auf- und Hochschwungs, also in der Zeit von 1925—1928 einschließlich, der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten am Gesamtkapital um 7—10 % höher war als in den übrigen Jahren; ob diese Erhöhung allein auf dem Anstieg der Geschäftskreditoren oder auch auf erhöhten Bankverbindlichkeiten beruhte, ist nach dem veröffentlichten Material nicht festzustellen Die langfristigen Verbindlichkeiten stellten einen kaum erwähnenswerten und sich ziemlich gleichbleibenden Anteil an der Kapitalstruktur. Die gesamten Eigenkapitalien sanken — auch in den Jahren erhöhter Beschäftigung kurzfristiger Mittel — nicht unter einen 82%igen Anteil am Gesamtkapital; außerdem ist beachtlich, daß

[216]) Geschäftsbericht vom Jahre 1930, Seite 16.

die Eigenkapitalien im Jahre 1930 beinahe unverändert dieselbe Bedeutung im Rahmen der finanziellen Struktur besaßen wie im Jahre 1924. Betrachtet man allerdings die Entwicklung von Aktienkapital und Reserven getrennt, so zeigt sich, daß die eben erwähnte Tatsache das Ergebnis einer starken prozentualen Zunahme der Reserven und einer entsprechenden Abnahme der Aktienkapitalien ist; beides beruht wiederum hauptsächlich auf der erheblichen absoluten Vergrößerung der Reserven. Da für den betrachteten Zeitraum zahlenmäßig am bedeutendsten die prozentualen Verschiebungen innerhalb der Eigenkapitalposten sind, so ist mit vorstehenden Angaben gesagt, daß der Charakter der finanziellen Struktur bei der General Motors Comp. durch die im großen Ausmaße betriebene Selbstfinanzierung entscheidend bestimmt wurde.

Kapitel 4.

Die Verwendung des Kapitals.

Tabelle III. In 1 000 $

Geschäftsj.	Anlagen 1		Beteiligungen 2		Umsatzvermög. 3		Gesamtvermög.	
	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%	Betrag	%
1924	240 977	47	66 514	13	208 179	40	515 670	100
1925	223 145	36	98 147	16	290 869	48	612 161	100
1926	361 456	45	99 208	13	336 338	42	797 002	100
1927	394 725	41	129 600	14	432 280	45	956 605	100
1928	443 533	41	167 873	16	468 809	43	1 080 215	100
1929	484 634	43	277 200	24	368 961	33	1 130 795	100
1930	469 570	43	262 770	24	364 817	33	1 097 157	100

1. Grundstücke, Anlagen und Betriebsausrüstung (abzüglich Abschreibung); aufgeschobene Ausgaben; Firmenwert, Patente u. s. w.
2. Beteiligungen an Subsidiärgesellschaften und befreundeten Unternehmungen; General Motors Management Corp. 6 % Debenture-Bonds, frühestens in 1 Jahr fällig; General Motors Aktien, für Betriebszwecke in eigenem Besitz.
3. Bankeinlagen, marktgängige Wertpapiere, Wechsel, Debitoren, Vorräte, vorausbezahlter Aufwand.

Diese Kontenaufteilung ist dieselbe wie die in den Bilanzen der General Motors Corp. unter den Ueberschriften „Fixed Assets", „Investments" und „Current Assets" vorgenommene.

Tabelle IV

Beziehungsgrößen (%)	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Durchschnitt
Eigenkapital zu fixen Kapitalanlagen (100)	152	157	142	149	145	129	134	144
Ges. langfr. Kap. zu fixen Kapital Anlagen (100)	152	157	142	152	148	133	138	146
Eigenkapital zu Anl. (100)	194	225	181	197	199	202	209	201
Eigenkap. zu Beteil. (100)	705	513	658	604	527	354	373	533
Die fixen Kap. Anlagen überdeckendes ges. langfr. Kap. zu arbeitendem Kapital (100)	100	100	100	100	100	100	100	100
Umsatzverm. zu kurzfrist. Verbindl. (100)	442	267	233	271	271	314	435	319
Arbeitendes Kap. zu Anlagen (100)	67	81	53	69	67	52	60	64

Betrachtet man zunächst die absoluten Zahlen in Tabelle III, so fällt in erster Linie die schnelle Entwicklung der Unternehmung auf, die in den rasch anwachsenden Zahlen sämtlicher Vermögenskategorien zum Ausdruck kommt. Die Zunahme des Gesamtvermögens ist in dem sechsjährigen Zeitraum 1924—1930 um 113 % größer als das bis Ende 1924 angewachsene Gesamtvermögen. Eine Gegenüberstellung der von 1924—1930 hereingenommenen Vermögenswerte mit den sie finanzierenden Kapitalarten zeigt folgendes Bild:

	1924—1930.			In 1 000 $
Vermögen			Kapital	
Anlagen	+ 228 593	(39 %)	+ 253 326	Aktienkapital
Beteilig.	+ 196 256	(34 %)	+ 259 128	Reserven
Ums. Verm.	+ 156 638	(27 %)	+ 32 327	langfr. Verb.
			+ 36 706	kurzfr. Verb.
	+ 581 487	(100 %)	+ 581 487	

Aus den Zahlen der Kapitalseite geht hervor, daß bei weitem der größte Teil der neugebildeten Vermögenswerte durch Aktienkapital und Reserven finanziert worden ist; bedenkt man außerdem, daß 193 621 000 $ des Aktienkapitals kapitalisierte Reserven sind, und daß wiederum der größte Teil der Reservenbildung durch Gewinnrückstellungen begründet wurde, so erkennt man, daß der Hauptteil des neugeschaffenen Vermögens, und zwar ca. 400 Mill. $, auf Selbstfinanzierung zurückzuführen ist. Wie die Zahlen der Vermögensseite erkennen lassen, sind Anlagen und Beteiligungen fast zu gleichen Teilen von dem zusätzlichen Kapital gespeist worden. Vergleicht man die Struktur der neugeschaffenen Vermögenskategorien mit der im Jahre 1924 gegebenen, so zeigt sich, daß recht erhebliche Aenderungen eingetreten sind; die nach dem Jahre 1924 erworbenen Beteiligungen beanspruchten mehr als ein Drittel des neuen Kapitals, während die Beteiligungen des Jahres 1924 nur 13 % des Kapitals ausmachten; die Finanzierung der Anlagen und besonders des Umsatzvermögens wurde nur degressiv zu Gunsten des stark progressiven Anwachsens der Beteiligungen durchgeführt. Diese Richtung in der Finanzierungspolitik setzte bezeichnenderweise besonders stark im Jahre 1929 ein; sie ist demnach zum Teil vielleicht als schnelle Anpassung an die Krise zu werten mit ihren Begleiterscheinungen wie Auftragsrückgang und Verminderung des Ausnutzungsgrades der Anlagen[217]). Die auch in den Jahren 1929 und 1930 infolge der erheblichen Ertragsrückstellungen der Vorjahre zur Verfügung stehenden Mittel konnten in der eigenen Produktions- und Umsatztätigkeit nicht mehr genügend beschäftigt werden; sie dienten deshalb hauptsächlich zur Uebernahme anderer Unternehmungen. Nicht allein als Machtstreben und als

---

[217]) Zwar wurden im Jahre 1929 den Anlagen noch rd. 40 Mill. $ zugeführt, wahrscheinlich aber nur in Verkennung der wahren Lage und in der Hoffnung auf ein stärkeres Ansteigen des Absatzes.

„eine Konkurrenzmaßnahme gegen das Wiedererstarken der Ford Motor Comp."[218]) ist demnach die erhöhte Investitionstätigkeit der General Motors Comp. zu beurteilen, sondern auch als notwendige Folge einer starken Flüssigkeit im Vermögensaufbau bei ungenügender Rentabilität der fabrikatorischen Tätigkeit. Natürlich darf auch nicht verkannt werden, daß die Tendenz zu starken Unternehmungsverflechtungen im Zeichen lebhafter Effektenspekulation im Zug der Jahre um 1929 lag.

Tabelle IV, die die Beziehungen zwischen Kapital und Vermögen erfaßt, hat nur sekundäre Bedeutung; die hier vorgenommene Untersuchung etwaiger Spannungen im Vermögensaufbau ist infolge des geringen Anteils des Fremdkapitals am Gesamtkapital weniger wichtig. Die übrigen aus den Zahlen zu entnehmenden Tatsachen, die von geringerer Bedeutung sind, wurden bereits im Zusammenhang mit anderen Untersuchungen gestreift, sodaß hier den Zahlen nichts hinzuzufügen ist.

Abschließende Zusammenfassung.

Die im Jahre 1916 gegründete General Motors Comp. begann ihre Tätigkeit mit einem Aktienkapital von rd. 102 Mill. $, das bis zum Ende des Jahres 1923 auf rd. 316 Mill. $ und bis zum Jahre 1930 auf rd. 623 Mill. $ erhöht wurde, sich also in diesem Zeitraum fast verdoppelte. Der weitaus größte Teil des nach dem Jahre 1923 emittierten Aktienkapitals bezweckte nicht Zuführung neuer Mittel, sondern Kapitalisierung von Reserven; so entfielen von den in der Zeit von 1923—1930 einschließlich emittierten Aktienkapitalien in Höhe von 305 Mill. $ 80 % auf kapitalisierte Reserven, 8 % bezweckten die Verstärkung der Liquidität, und 12 % die Angliederung neuer Beteiligungen. Beinahe 2/3 der ausgegebenen Aktien sind Stammaktien; da außerdem die langfristigen Verbindkeiten mit durchschnittlich knapp 1 % des Gesamtkapitals verschwindend gering sind, halten sich die festen Zins- und Dividendenlasten in recht engen Grenzen. — Die in der Zeit von 1924—1930 erzielten außerordentlich hohen Reinerträge von insgesamt rd. 1,26 Md. $ wurden mit 2/3 zur Dividendenzahlung und mit 1/3 zu Rückstellungen benutzt. Dadurch erhielten die Stammaktionäre im Laufe von 7 Jahren mit 778 Mill. $ 178 % ihres nominellen Aktienkapitals als Bardividende zurück. Die im Betrieb investierten Reinerträge erreichten für denselben Zeitraum mit rd. 427 Mill. $ fast die Höhe des Stammaktienkapitals und fast den fünffachen Betrag der durch Aktienemission (einschließlich Agio) von außen hereingenommenen Beträge (427 Mill. $: 89,5 Mill. $). Aus dieser Tatsache läßt sich ermessen, wie entscheidend die Selbstfinanzierung für die schnelle Entwicklung der Unternehmung war. Aus den wesentlich vom Durchschnitt abweichenden Zahlen des Jahres 1930 geht aber gleichzeitig hervor, daß sich in dieser Hinsicht für die Zukunft eine Aenderung anbahnte. Denn die in diesem Jahr um

218) „Vorwärts" vom 1. 3. 1929.

35 % — gemessen an denen des Vorjahres — gesunkenen Nettoverkäufe brachten auch eine Ertragssenkung von rd. 40 % mit sich; diese wiederum veranlaßte die Unternehmung, nur noch 7 % des Reinertrags zurückzustellen gegenüber einer durchschnittlichen Rückstellung von rd. 38 % in den Vorjahren.

Von dem in der Zeit von 1924—1930 neugeschaffenen Gesamtkapital von rd. 580 Mill. $, das also zu fast 3/4 durch Reinvestierung von Reinertrag gebildet wurde, wurden 39 % zum Ausbau der Anlagen, 34 % zur Erweiterung der Beteiligungen und 27 % zur Vergrößerung des Umsatzvermögens verwendet. Diese Art der Verteilung des Neukapitals auf die angegebenen Vermögenskategorien änderte die finanzielle Struktur zu Gunsten eines stark progressiven Anwachsens der Beteiligungen, das besonders auffällig mit dem Jahre 1929 einsetzte; während im Jahre 1924 nur rd. 13 % des Gesamtvermögens auf Beteiligungen entfielen, machten diese im Jahre 1930 24 % der Bilanzsumme aus. Diese Aenderung der Finanzierungspolitik zu Gunsten einer stärkeren Betonung des Finanzierungscharakters der Unternehmung war wohl in der Hauptsache eine Maßnahme der Anpassung an das Sinken des Auftragseinganges in den Jahren 1929 und 1930.' Durch eine weitere erhöhte Beteiligung an der General Motors Acceptance Corp., durch die Uebernahme der Opel A.G., der Bendix Aviation Co. usw. wurde sowohl eine Umsatzhebung im eigenen Betrieb als auch eine Erweiterung der Interessensphäre und damit eine erhöhte Stabilisierung der Erträge angestrebt. Die Notwendigkeit, die auch in den Jahren 1929 und 1930 infolge der noch erheblichen Ertragsrückstellungen der Vorjahre zur Verfügung stehenden Mittel außerhalb der eigenen Unternehmung nutzbringend anzulegen, mag den ersten Anstoß zu dieser Bewegung gegeben haben. Sie lag aber auch im allgemeinen Zug der Jahre um 1929 — einer Zeit stärkster Unternehmungsverflechtung im Zeichen lebhafter Effektenspekulation.

General Electric Co.

Abschließende Zusammenfassung[219]).

Die General Electric Co. U.S.A., wurde im Jahre 1892 mit einem Kapital von 100 000 $ gegründet; sie erwarb noch im gleichen Jahr die Thomson Houston International Electric Co. und die Edison General Electric Co. für nom. rd. 35 Mill. $ Aktien und erhöhte ihr Aktienkapital — teils zur Angliederung weiterer elektrotechnischer Werke, teils zur Ausschüttung von Gratisaktien — bis zum Jahre 1924 auf rd. 180 Mill. $; auf dieser Höhe verharrte es — bei wiederholter Vermehrung der Zahl der Aktien — bis zum Ende des Jahres 1930. Außerdem wurden in der Zeit von 1922—1926 nicht stimmberechtigte und kündbare Zertifikate in einer Gesamthöhe von rd. 43 Mill. $ als Stockdividende geschaffen. Anleihen, die in einer Gesamthöhe von 60 Mill. $ teils unmittelbar

---

[219]) s. z. Vgl. S. VII, Anmerkung.

vor, teils unmittelbar nach dem Kriege aufgenommen wurden, waren bis zum Ende des Jahres 1925 zurückgezahlt; eine 3½%ige Anleihe aus dem Jahre 1902 von rd. 2 Mill. $ stellte ab 1925 die einzige unwesentliche langfristige Verbindlichkeit der Unternehmung dar. Das gesamte kurz- und langfristige Fremdkapital machte ab 1925 im Höchstfalle 12 %, im letzten Jahr nur noch 8 % des Gesamtkapitals aus. Die Zunahme der Bilanzsumme um 112 Mill. $, d. h. um 29 % gegenüber dem Stand des Jahres 1924, ist demnach ausschließlich (unter Einbeziehung der in der Zeit von 1924—1926 in Höhe von rd. 16 Mill. $ emittierten Stockdividenden) das Resultat der den Rückgang des Fremdkapitals um diese Summe übersteigenden Reservebildung.

Die in der Zeit von 1924—1930 erzielten recht erheblichen Reinerträge von insgesamt 373 Mill. $ — d. s. rd. 24 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals — wurden zu 3/5 zur Ausschüttung einer Bardividende und zu 2/5 zur Reinvestierung verwendet. Dadurch wurde den Aktionären in einem Zeitraum von 7 Jahren mit rd. 212 Mill. $ 118 % des Stammaktienkapitals als Bardividende ausgezahlt. Die der Betriebstätigkeit zur Verfügung gestellten Reingewinnsummen erreichten mit rd. 95 Mill. $ bzw. rd. 112 Mill. $ (bei Einbezug der Stockdividenden) 43 % bzw. 51 % des durchschnittlich vorhandenen Aktienkapitals. Außerbetriebliche – hauptsächlich durch Beteiligungsveräußerungen erzielte — Gewinne in Höhe von 22,7 Mill. $ erhöhten die zur Reinvestierung verfügbaren Gesamterträge auf 134 Mill. $, also auf fast 2/3 (61 %) des Aktienkapitals.

Die gesonderte Ausweisung der Erträge aus Fabrikation und Beteiligung ermöglicht bei dieser Unternehmung die Feststellung, daß das in den Fabrikationsprozeß investierte Kapital durchschnittlich und prozentual doppelt so viel Ertrag brachte wie die in den Beteiligungen festgelegten Mittel. Die sich hieraus ergebende Frage, ob die der G.E.C. zur Verfügung stehenden Kapitalien — durch die bevorzugte Verwendung zur Finanzierung anderer Unternehmungen — die bestmögliche Leitung erfahren haben, kann nur im Zusammenhang mit Untersuchungen über die optimale Betriebsgröße, die Lage des Absatzmarktes und die Auswirkungen der im Jahre 1929 in erhöhtem Maße durchgeführten Finanzierung fremder, insbesondere ausländischer, Unternehmungen gelöst werden und geht über den Rahmen dieser Arbeit und über das zur Verfügung stehende Material hinaus. — In welchem Ausmaße die G.E.C. in der Zeit von 1924—1930 ihre allein durch Selbstfinanzierung geschaffenen Neukapitalien anderen Unternehmungen zur Verfügung gestellt hat, beweist die Tatsache, daß die Mehrung des Beteiligungsbesitzes um rd. 115 Mill. $ (davon um rd. 75 Mill. $ im Jahre 1929) einer Erhöhung des Gesamtkapitals um nur rd. 112 Mill. $ gegenübersteht, in diesem Zusammenhang also bereits eine Umwandlung des im eigenen Betrieb arbeitenden Vermögens in Beteiligungsvermögen stattfinden mußte. —

Eine nach gesunden Grundsätzen in Begrenzung auf die eigene Kapitalkraft vorsichtig und stetig gesteigerte finanzielle Leistungsfähigkeit, ausschließlich konkretisiert in der zunehmenden Bedeutung der G.E.C. als Finanzierungsgesellschaft, das ist wohl der entscheidende Eindruck bei Betrachtung der Finanzierungspolitik der G.E.C. in der Zeit von 1924—1930.

Abschnitt C.

Bestimmungsfaktoren, Wesenszüge der Finanzierungspolitik und Schlußbetrachtungen.

I. Die Bestimmungsfaktoren für die Finanzierungspolitik der Unternehmungen in der Zeit von 1924—1930.

1. Volkswirtschaftlicher Art.

Die besondere Richtung, die die großindustrielle Finanzierungspolitik in der Zeit von 1924—1930 in den einzelnen Ländern genommen hat und die im vorigen an Hand repräsentativer Großunternehmungen untersucht wurde, kann nur dann verstanden und recht beurteilt werden, wenn die wirtschaftlichen Vorbedingungen vor Augen geführt und als wesentlicher Bestimmungsfaktor der Finanzierungspolitik gewürdigt werden.

Der finanzielle Aufbau der deutschen und angelsächsischen Unternehmungen kann bis zu einem gewissen Grade als Spiegelbild der großen Umwälzungen, die der Krieg, die Inflation und die Reperationsleistungen zur Folge hatten, betrachtet werden. — Vor dem Kriege hatten sich die europäischen Staaten — vor allem Deutschland und England — und auch die östlichen Gebiete der Vereinigten Staaten zunehmend zu Industrieländern entwickelt, die nicht nur ihren eigenen industriellen Bedarf selbst deckten, sondern sich darüber hinaus auch zu den Fabrikanten der gesamten übrigen noch vorwiegend agrarischen Länder machten. Diese Situation, die sich aus der arbeitsteiligen Gliederung der Funktionen innerhalb der Weltwirtschaft ergab, änderte sich durch den Krieg von Grund auf. Die wirtschaftliche Absperrung, die der Krieg mit sich brachte, führte zu einer Industrialisierung der Kolonialgebiete und damit zu ihrer Verselbständigung innerhalb der Weltwirtschaft; die Umstellung des Produktionsapparates in den kriegführenden Ländern auf die Produktion von Kriegsmaterial und der Raubbau, der mit allen Anlagen betrieben wurde, brachte die am Krieg unmittelbar beteiligten Länder — insbesondere Deutschland — wirtschaftlich stark in den Rückstand. Nach Beendigung des Krieges setzte vonseiten der am Krieg beteiligten Länder ein scharfer Wettstreit um die Wiedereroberung des Weltmarktes ein; man suchte sich unter allen Umständen dort einen Platz zu sichern, in der Annahme, daß die Veranstaltung „Weltwirtschaft" nur auf ein Zeichen hin ihren Fortgang nehmen würde. Deutschland glaubte seine verlorenen Absatzgebiete dann rückerobern zu können, wenn es den technischen Vorsprung insbesondere der Vereinigten Staaten einzuholen versuchte; die wirtschaftliche Umstellung bedeutete hier eine technische und finanzielle Rüstung zum neuen Wettkampf.

Für die Vereinigten Staaten handelte es sich nach dem Krieg darum, den im Krieg aufgebauten Industrieapparat durch innenwirtschaftliche Umstellung (Weckung neuen Bedarfs, Einführung veränderter Fabrikationsmethoden usw.) und außenwirtschaftliche Expansion (Nord- und Mittelamerika, Nordgebiete Südamerikas, weite Strecken am Stillen Ozean) aufrecht zu erhalten. — England, dessen Industrien vor dem Kriege in erster Linie auf den Export eingestellt waren und das vor allem durch den Uebergang Japans, Chinas und Indiens zur Industriewirtschaft und durch die nach dem Kriege einsetzende stärkere Beschickung des Weltmarktes durch diese Länder stark geschädigt wurde, suchte den Niedergang der auf den Export eingestellten alten Stapelindustrien durch Steigerung der Leistungsfähigkeit (Konzentrationsbewegung) der für den Inlandsbedarf arbeitenden Industrien zu kompensieren, aber auch — wie die Vereinigten Staaten — durch die Verlegung des wirtschaftlichen Schwergewichts auf die durch Weckung neuer Bedürfnisse entstandenen Industrien; neben der Kunstseidenindustrie wären hier vor allem zu nennen die chemische Industrie, die Automobil-, Fahrrad- und Flugzeugindustrie.

Eine weitere auf einer anderen Ebene liegende Folge dés Krieges betrifft die Spaltung in kriegführende und damit Werte vergeudende Staaten und in solche, die am Kriege überhaupt nicht oder nur mittelbar beteiligt sind und für welche die Unterproduktion und Ueberkonsumtion der kriegführenden Staaten eine äußerst günstige Gelegenheit zu schneller Bereicherung bietet. — Die Rolle des internationalen Kriegsgewinnlers fiel im Weltkriege den Vereinigten Staaten zu, die sich zum größten Liferanten von Kriegsmaterial entwickelten und ihre Rohstoffe und Lebensmittel zu den höchsten Preisen an die kriegführenden Staaten absetzten. Die Rückwirkungen zeigten sich in erster Linie auf dem Kapitalmarkt; die ungeheuren Exportüberschüsse Amerikas bewirkten seine beschleunigte Umwandlung aus einem Schuldner- in einen Gläubigerstaat, der die Führung auf dem Kapitalmarkt — zum mindesten für einige Jahre — an sich riß. Da die Güterknappheit die kriegführenden Länder nicht zur Bezahlung in Sachwerten befähigte, wanderten große Mengen Goldes und amerikanischer Wertpapiere aus europäischem Besitz nach Amerika zurück; die Folge war dort eine Goldinflation und eine große Geldflüssigkeit, die sich in den Nachkriegsjahren durch die Reparationszahlungen und durch den Zufluß an Zins- und Tilgungsquoten noch verstärkte und damit eine starke Zinssenkung hervorrief. Damit war für die überschüssigen amerikanischen Kapitalien das Zeichen gegeben in Länder zu wandern, die auf Grund ihres Kapitalmangels eine höhere Verzinsung gewährleisteten, so vor allem nach Deutschland, wo man sich ausdrücklich um sie bemühte. Insgesamt sind in der Zeit von 1924—1930 einschließlich von den öffentlichen Körperschaften und privaten Unternehmungen Deutschlands langfristige Auslandsanleihen in Höhe von rd. 7,3 Milliarden RM. aufgenommen worden, die zum größten Teil, und zwar mit rd. 4,4 Milliarden RM. von den Vereinigten Staaten gewährt wurden[1]).

Die deutschen Reparationen verstärkten in erheblichem Maße die schon oben erwähnten, durch den Krieg hervorgerufenen Ten-

[1]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich. Jahrg. 1931, S. 349.

denzen zur Kapitalwanderung und Goldanhäufung in den Vereinigten Staaten und zur Ueberschuldung Deutschlands. Minderung unserer Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkte, Hochhaltung der Inlandspreise durch straffe Kartellierung zum Ausgleich der im Auslandsgeschäft auftretenden Verluste waren die Folge.

Die durch Krieg und Reparationen in der deutschen Volkswirtschaft hervorgerufenen Störungen wurden noch verstärkt durch die Inflation, die zu großen Kapitalumschichtungen führte, zu einer Entrechtung der Gläubigerklasse durch den Staat und durch die übrigen Schuldner von Geldkapitalien, zu einer Vernichtung des Sparkapitals und zu einer durch die „Flucht in die Sachwerte" bedingten Aktiennachfrage, Aktienausgabe, Kapitalhereinnahme und schließlich zu einer Uebersetzung des Produktionsapparates.

2. Privatwirtschaftlicher Art.

Die die Finanzierungspolitik der Zeit von 1924—1930 bestimmenden Faktoren privatwirtschaftlicher Art hängen eng mit den vorstehend geschilderten Gegebenheiten volkswirtschaftlicher Natur zusammen. Die durch den Krieg bewirkte Industrialisierung der bis dahin reinen Rohstoffländer, die zu einer scharfen Verminderung der Absatzmöglichkeiten der alten Industriestaaten führte, löste bei den Unternehmungen einen scharfen Machtkampf um den Abnehmer aus, der in der Hauptsache mit der Waffe der Preisunterbietung also der Kostensenkung geführt wurde. Diese suchte man mit Hilfe einer scharfen Rationalisierung innerhalb des einzelnen Betriebes und mit einer verstärkt einsetzenden wirtschaftlichen Konzentration zu erreichen. Derartige Bestrebungen mußten sich naturgemäß in Deutschland am stärksten ausprägen, da es infolge der Reparationsbelastung und der hohen Kapitalkosten, die es sich zu zahlen gezwungen sah, zu einer besonders scharfen Kalkulation veranlaßt wurde. Die Notwendigkeit zu einer solchen wurde zwar zunächst für die deutsche Unternehmung durch die Inflation, die eine Ausweitung der Exportmöglichkeiten und eine Befreiung von allen Schulden mit sich brachte, verschleiert, zeigte sich aber bei ihrer Beendigung sehr deutlich. — Wenn deutscherseits die technische Rationalisierung bei den meisten industriellen Unternehmungen in einem derartigen Umfange durchgeführt wurde, daß sie zur Ueberexpansion, damit zu einer Unterbeschäftigung und zur Produktionsverteuerung führte, so sind dafür wohl in erster Linie psychologische Gründe anzuführen, als deren wichtigster vielleicht die vollkommene Verkennung der durch den Krieg geschaffenen veränderten weltwirtschaftlichen Lage zu gelten hat. Diese Verkennung wäre vielleicht nicht in dem gegebenen Ausmaße eingetreten, wenn nicht die Inflation zu einer wesentlichen Verschiebung der Problemstellung geführt hätte, d. h. zu einer einseitigen Einstellung auf die Fragen der Geldrechnung und damit der Sachwerterhaltung und -mehrung. Das Denken in Substanzwerten stand im Mittelpunkt; das Denken in Ertragswerten verkümmerte, weil es in der Inflationszeit an den dazu erforderlichen Motiven gebrach.

Ein weiterer Faktor, der in Deutschland, aber auch in den Vereinigten Staaten auf eine Ueberspannung der Rationalisierungs-

bestrebungen hinwirkte, ist mit der Lohn- und Sozialpolitik der Nachkriegszeit gegeben. Sie veranlaßte den Unternehmer dazu, den Arbeitslohn und die darauf ruhenden Abgaben möglichst zu vermeiden. Das Mittel dazu war die Rationalisierung; diese fand auch von Gewerkschaftsseite unter dem Gesichtspunkt steigenden Ertrags und höherer Löhne Billigung und Unterstützung[2]).

Zur Vervollständigung der eben zur Begründung der Ueberexpansion ernannten Faktoren seien einige weitere seitens der Presse[3]) in dieser Richtung geltend gemachte Gründe angefügt, die die damalige Haltung des Unternehmertums verständlich machen sollen:

> „. . . die Rückständigkeit der Werksanlagen nach dem Kriege, der starke technische Fortschritt jener Zeit, das verführerische amerikanische Beispiel waren Triebgründe für sich. . . . Dazu kam, daß die Baukostenunterschiede für Neubauten verschiedener Kapazität so verlockend gering waren, daß man gern zur größeren Produktionskapazität griff. Vorstellungen von „Konzern-Autarkie" haben ebenfalls keine geringe Rolle gespielt; von oben bis unten sollte der Konzern alles Benötigte selber liefern können. Die Unternehmerinitiative von der Aktivität am Absatzmarkte durch die Tätigkeit der Verbände weitgehend abgelenkt, suchte nach anderen Betätigungsgebieten. Im Betriebsausbau und in der Expansion . . . . . fand sie ein Ventil. . . . Alle diese Bestrebungen und Tendenzen sind mitschuldig an der Ueberexpansion".

Die durch den starken Ausbau der Anlagen entfachte Rationalisierungskonjunktur, die die deutschen Unternehmungen zu dem ungeheuren Kapitalaufwand verleitete, mußte — bei der gegebenen volkswirtschaftlichen Lage — in dem Augenblick zusammenbrechen, als der Ausbau der Betriebe beendet war.

II. Die allgemeinen Wesenszüge der Finanzierungspolitik in der Zeit von 1924—1930.

1. Die Methoden der Finanzierung.

Die Finanzierungsmethoden der im Hauptteil besprochenen Großunternehmungen sind in weitgehendstem Maße das Ergebnis aus den vorstehend geschilderten Gegebenheiten volkswirtschaftlicher und privatwirtschaftlicher Art.

Die finanzielle Situation der deutschen Unternehmungen in der ersten Nachinflationszeit ist gekennzeichnet durch die nahezu vollständige Befreiung von langfristigen Schulden einerseits und den dringenden Bedarf an Geldkapital andererseits. Dieser ergab sich daraus, daß alles Geldkapital, daß in der Inflationszeit der Unternehmung zufloß, von dieser wertbeständig in Sachwerten angelegt worden oder der Entwertung anheimgefallen war. Der Mangel an flüssigen Mitteln sowohl lang- wie kurzfristiger Art wurde

[2]) s. auch Bergwerkszeitung v. 23. 10. 31.
[3]) Frankfurter Zeitung v. 15. 5. 32.

umso tiefer empfunden, als Krieg und Inflationszeit einen vollständig desorganisierten Produktionsapparat hinterließen. Da ein Kapitalangebot infolge der Entwertung aller Sparkapitalien kaum vorhanden war, waren die Unternehmungen vollständig auf die Hilfe der Banken, und zwar vor allem auf die von der Rentenbank und Reichsbank gewährten Kredite angewiesen. So weist die A.E.G. in den beiden ersten Bilanzen der Stabilisierungszeit Bankschulden von rd. 24 und rd. 43 Millionen RM. auf, die in den späteren Geschäftsjahren vollkommen von der Passivseite der Bilanz verschwinden, da sie durch Bankguthaben überdeckt werden. — Die Vereinigten Stahlwerke erlangten unmittelbar nach ihrer Gründung von einem Bankenkonsortium unter Führung der Disconto-Gesellschaft einen Zwischenkredit von 150 Millionen RM.[4]), der in der Bilanz vom 30. 9. 27 nur noch mit einem unabgedeckten Restbestand von rd. 35 Mill. RM. erschien. — Die I.G. Farbenindustrie A.G. hatte im Jahre 1926 einen um rd. 70 Mill. RM. größeren Bestand an „Sonstigen Verbindlichkeiten" als im Folgejahr. Wie aus vorstehenden Angaben bereits hervorgeht, gelang es den deutschen Unternehmungen von den Jahren 1926/27 ab, diese Kredite kurzfristiger Natur abzulösen. Dies geschah durch Aufnahme von Anleihen im In- und Ausland, die in Deutschland auf Grund der allmählich wieder einsetzenden Spartätigkeit und in den Vereinigten Staaten auf Grund der dortigen oben näher begründeten Kapitalakkumulation erhältlich waren. Die Anleihen, die von den drei deutschen Großunternehmungen in diesen Jahren aufgenommen wurden, betrugen insgesamt rd. 970 Mill. RM. (einschließlich der durch die Vereinigten Stahlwerke von den Gründerwerken übernommenen Anleihen von insgesamt rd. 150 Mill. RM.); der überwiegende Teil — im Betrage von rd. 693 Mill. RM. — wurde in den Vereinigten Staaten untergebracht. — Es ist nachträglich, als sich die in großem Maße betriebene Finanzierung mit langfristigem ausländischem Fremdkapital für die deutschen Unternehmungen nicht gerade als segensreich herausstellte, zuweilen behauptet worden, daß uns das ausländische Kapital geradezu aufgedrängt worden sei. Gewiß war bei den Vereinigten Staaten eine Bereitwilligkeit zur Kapitalhergabe an das Ausland vorhanden — was aus der dortigen wirtschaftlichen Lage auch erklärlich war — aber ebenso läßt sich auch auf Seiten des deutschen Unternehmers in der damaligen Zeit ein starkes Verlangen nach Annahme der amerikanischen Kapitalangebote feststellen. Es sei zum Beweis auf die Ausführungen der A.E.G. hingewiesen, die u. a. folgende Feststellung enthalten: „Bei allen Diskussionen über die Verwendung ausländischen Kapitals in der deutschen Wirtschaft ist kein Bedenken erhoben worden, daß die Inanspruchnahme ausländischen Kapitals für die deutschen Unternehmungen zur Notwendigkeit geworden ist". — Darüber hinaus läßt sich doch wohl auch ganz allgemein feststellen, daß man nur dann von einem Aufdrängen der amerikanischen Kredite an Deutschland sprechen könnte, wenn das deutsche Unternehmertum das ausländische Fremdkapital auch zu der Anpassung an die in Deutschland bis dahin gebräuchlichen

---

[4]) s. zum Vergleich S. 13.
[5]) s. zum Vergleich S. 10.

Formen der Obligationenfinanzierung gezwungen hätte. Demgegenüber ist aber festzustellen, daß nicht Deutschland sondern Amerika seine Bedingungen für die Konstruktion der Anleihen diktiert hat: ein Beweis, daß die deutsche Kapitalnachfrage größer und dringender war als das amerikanische Kapitalngebot. Außer den hohen Zinssätzen und der Unterpariemission, die sich als abzuschreibendes Disagio in den Bilanzen der A.E.G. und der Vereinigten Stahlwerke jener Zeit bemerkbar macht, ist hier vor allem die besondere Art der Sicherstellung zu erwähnen, die von den amerikanischen Geldgebern meistens ausbedungen wurde. Die Amerikaanleihen der Vereinigten Stahlwerke sind beinahe durchweg hypothekarisch sichergestellt[5]). Eine weitere Folge der Kapitalknappheit und des Kapitalbedürfnisses in Deutschland waren die besonderen Zusatzrechte, mit denen die deutschen Obligationen in Anpassung an amerikanische Finanzierungsgewohnheiten ausgestattet wurden; der in den unwandelbaren Schuldverschreibungen verbriefte Anspruch auf Umwandlung der Obligationen in Aktien und das in den Optionsanleihen zugesicherte Recht auf Bezug von Aktien sind hier besonders zu erwähnen, beides Rechte, die den amerikanischen „convertible bonds" und den „bonds with detachable stock warrants" anhängen und von dort in die deutsche Finanzierungspraxis übernommen wurden. Die Konstruktion solcher Anleihen mit Zusatzrechten wird an den Optionsanleihen der A.E.G. und der Vereinigten Stahlwerke und an den Convertible Bonds der I. G. Farben deutlich. Ueber die Vor- und Nachteile, die mit der Gewährung derartiger Zusatzrechte verbunden sind, ist seit der Einführung der betreffenden Obligationen in der deutschen Finanzierungspraxis viel geschrieben worden[6]). Als wesentlicher Vorteil — und zwar sowohl der Aktienwandel- wie der Aktienbezugsrechtobligationen - wird von Huppertz[7]) die Ermöglichung der Kapitalbeschaffung schlechthin und die Ermöglichung der Kapitalbeschaffung zu günstigeren Bedingungen genannt; dazu kommt bei den Convertible Bonds noch der Vorteil der automatischen Minderung der Schuldenlast bei gleichzeitiger sukzessiver Kapitalerhöhung und die Milderung der Interessengegensätze zwischen Aktionären und Obligationären. Als Hauptgefahr beider Kategorien ist die Tatsache zu erwähnen, daß eine Ausübung des Bezugsrechts bzw. der Option bei gleichbleibendem Reinertrag immer einen Druck auf die Dividende ausüben muß, da der Obligationär nur dann von seinem Bezugsrecht Gebrauch machen wird, wenn die Aktenrente höher ist als die Obligationenverzinsung[8]). Diese Gefahr darf aber u. E. auch nicht überschätzt werden, denn die Anträge auf Umwandlung bzw. auf Bezug von Aktien werden doch meistens nur in Zeiten aufsteigender Konjunktur gestellt werden; in solchen

[6]) s. zum Vergleich Hundhausen C.: Anleihen und Aktien in der amerikan. Effektenfinanzierung, a.a.O. — Huppertz, H.: Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere „Mischformen" als Mittel der Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften der Vereinigten Staaten von Amerika. Ztschr. f. Betriebswirtschaft, 7. Jahrg., 1930, S. 604. — Kalveram, W.: Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England: Ztschr. f. Betriebswirtschaft, 2. Jahrg. S. 505—525. — Kalveram, W.: Obligationen mit Zusatzrechten. Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 833—952. — Prion, W.: Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S. 17—19. — Schmalenbach: Finanzierungen, Leipzig 1928, S. 354—361.

[7]) Huppertz, a.a.O., S. 604.

[8]) Prion: a.a.O. S. 102.

Zeiten besteht aber auch eine Tendenz zur Erzielung ansteigender Gewinne. Eine weitere Gefahr ergibt sich daraus, daß es kaum möglich ist, die Entwicklung der Aktienkurse auf lange Sicht abzuschätzen, so daß unter Umständen die Obligationäre zu billig in den Besitz der Aktien kommen können. — Die Bedingungen bezüglich dieser Zusatzrechte waren bei den Anleihen der an dieser Stelle besprochenen deutschen Unternehmungen so gestellt, daß im Hinblick auf die tatsächliche Entwicklung der Aktienkurse kaum von dem Aktienbezugsrecht Gebrauch gemacht worden ist. Das bedeutet, daß der deutsche Unternehmer die Vorteile der relativ billigeren Zinskosten nicht mit den eben erwähnten mit der Bezugsrechtausübung unter Umständen verknüpften Nachteilen zu bezahlen brauchte, andererseits aber auch nicht in den Genuß zusätzlichen Eigenkapitals gelangte. Wenn es den deutschen Großunternehmungen auch gelang, ihre Bankkredite durch die Aufnahme von Anleihen abzulösen, so bedeutet das nicht, daß sie auch ihre übrigen kurzfristigen Verbindlichkeiten auf einen niedrigen Stand hielten; vielmehr beobachten wir bei den hier behandelten Großunternehmungen allgemein in den Jahren 1927 — 1929 ein Ansteigen kurzfristiger Verpflichtungen, Lieferantenschulden, Anzahlungen der Kundschaft und Schulden an befreundete bzw. an Konzerngesellschaften. Diese Tatsache spiegelt die in jener Zeit zu verzeichnende relativ gute Konjunktur wider, die sich aus der mit Hilfe der Anleiheerlöse in großem Umfange einsetzenden Rationalisierung entwickelte.

Zu der Aufnahme lang- und kurzfristigen Fremdkapitals tritt vom Jahre 1926 bis zum Jahre 1929 auch wieder zunehmend die Ausgabe von Aktien bei den Großunternehmungen[9]). Das zeigt sich an den Kapitalerhöhungen der I. G. Farben und der A.E.G. Doch war die Kapitalneubildung in Deutschland noch zu gering und das Vertrauen in die Wirtschaft noch zu wenig gefestigt, als daß alle die weitausgreifenden Pläne, die hinsichtlich der Finanzierung mit Eigenkapital von den Großunternehmungen gefaßt wurden, in die Wirklichkeit umgesetzt werden konnten; dafür bietet die Finanzierungspraxis der I. G. Farben, die einen beträchtlichen Bestand nicht weiter begebener, weil unveräußerlicher Aktien mit sich brachte, einen Beweis[10]). Daß man auch bei der Ausstattung der Aktien ebenso wie bei der der Obligationen an die mögliche Beteiligung des Auslandes dachte und um sie warb, zeigt der Typ der obligationenähnlichen Vorzugsaktien Serie A, der von den I. G. Farben geschaffen wurde und der eine 6 %ige kumulative Dividende in Goldmark und — für den Fall der Liquidation — eine

[9])

Zeit	In Millionen RM		
	Im Deutschen Reich ausgegebene		Auslandsanleihen privater Unternehmungen
	Schuldverschreibungen priv. Unternehmungen	Aktien	
1924	36	148	42
1925	74	656	490
1926	323	988	645
1927	181	1 438	362
1928	294	1 339	365
1929	8	979	168
1930	35	555	232

aus: Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 1932, S. 344.

[10]) s. zum Vergleich S. 28.

Auszahlung des auf den Nennwert eingezahlten Betrages in Goldmark zusichert, wobei ausdrücklich erklärt wurde, daß die Goldklausel eingefügt sei, weil man die Aktien an ausländische Freunde zu begeben gedenke[11]). — Der Verkauf von A.E.G.-Stammaktien im Nennwert von 30 Mill. RM. an die amerikanische General Electric Co.[12]) ist ein Beispiel für den mit dem Jahre 1929 einsetzenden Wandel in der Form der Kreditgewährung des Auslandes, und zwar für das Zurücktreten der Anleihegewährung zugunsten der Uebernahme von Aktien. Es sei hier auf den Aufsatz von G.A. Doede[13]) verwiesen, der einen guten Ueberblick gewährt über die wichtigsten der im Jahre 1929 erfolgten aktienmäßigen Beteiligungen des Auslandes an der deutschen Wirtschaft. In dieser Erscheinung glaubt Doede vielleicht ein Nachlassen des Vertrauens in die deutsche Wirtschaft sehen zu können; er sagt[14]): „Es kann so sein, daß die amerikanischen Kapitalisten, die bisher deutschen Unternehmungen oder öffentlichen Körperschaften ihr Geld liehen, im Vertrauen auf den pünktlichen Eingang ihrer Zinsen und Tilgungsquoten nach den innerpolitischen Vorgängen des letzten Jahres diese Art der Kapitalsanlage nicht mehr für sicher genug halten und an die Hergabe von Geldern jetzt zugleich die Bedingung knüpfen, auch auf die gesamte Wirtschaftsführung der beliehenen Unternehmungen einen Einfluß zu haben, was am einfachsten durch die Uebernahme von Aktienpaketen erfolgt". Demgegenüber möchten wir hervorheben, daß ein anderer Grund für die ausländische Beteiligung uns stichhaltiger erscheint, nämlich der stark ausgeprägte auf die Aktienspekulation und die effektenmäßige Verflechtung gerichtete Zug der amerikanischen Wirtschaft in jener Zeit. Gegen die Auffassung von Doede spricht u. E. auch die Tatsache, daß die Zeichner der Obligationen und die Erwerber der Aktien ganz verschiedenen Kreisen angehörten; während die Obligationen doch wohl in der Hauptsache von einem breiten Kapitalistenpublikum aufgenommen wurden, das sich hinsichtlich der Sicherstellung seiner Rechte auf die kontrollierende Tätigkeit der die Anleihen vermittelnden Banken verließ, waren die Erwerber der Aktienpakete doch wohl in den meisten Fällen Privatunternehmungen, die in direkte Unterhandlung mit den Gegenkontrahenten traten. —

Der Vollständigkeit halber sei noch auf die von den deutschen Unternehmungen in der Zeit von 1924 — 1929 betriebene Selbstfinanzierung hingewiesen. Doch können wir hier auf besondere Ausführungen verzichten, da dieses Problem bereits in der Einleitung gewürdigt wurde, wobei sich zusammenfassend die Feststellung ergab, daß die offenen echten — d. h. die aus Ertragsrückstellungen gebildeten Reserven — minimal waren, daß dagegen stille Reserven kaum bestimmbaren Ausmaßes gelegt wurden. —

Die Finanzierungspolitik des Jahres 1930 bedeutete einen vollständigen Kurswechsel. Wenn man die veränderte volks- und weltwirtschaftliche Lage in Rechnung zieht, so erscheint das selbstverständlich. Wie später noch zu zeigen sein wird, hatte die tech-

---

11) s. zum Vergleich S. 28.

12) s. zum Vergleich S. 45.

13) Doede, G. A.: Amerikanisches Kapital in Deutschland seit Beendigung der Inflation. Bankwissenschaft, 6. Jahrg., S. 944 f.

14) Doede: a.a.O. S. 943.

nische Rationalisierung eine finanzielle Entrationalisierung verursacht, die sich mit der im Jahre 1930 einsetzenden Depression besonders drückend fühlbar machte; es ist nun interessant festzustellen, daß seit Beendigung der technischen Rationalisierung, also seit dem Jahre 1929 der Versuch zu einer finanziellen Rationalisierung einsetzte. Neues Kapital wurde nicht mehr aufgenommen und das vorhandene, wenn möglich, verkleinert. Die Bilanzsummen schrumpften zusammen, die der I. G. Farben um rd. 100 Mill. RM. Die Ansätze zur Beseitigung der finanziellen Ueberexpansion zeigten sich — wenn auch meist nur schwach angedeutet — in dem Rückkauf eigener Obligationen und Aktien. So nahm die I. G. Farben eigene Aktien im Gesamtbetrage von rd. 86 Mill. RM. in ihr Portefeuille, eine Transaktion, die auf Grund des Ueberparistandes beträchtliche finanzielle Opfer erforderte, aber für die Zukunft erhebliche finanzielle Erleichterungen versprach[15]).

In welcher Weise haben nun die vorstehend skizzierten Finanzierungsmethoden der deutschen Großunternehmungen auf die Zusammensetzung der Gesamtkapitalien, wie sie die Passivseite der Bilanz zeigt, eingewirkt? Die im Durchschnitt zu verzeichnende, nicht sehr beträchtliche absolute Erhöhung der Aktienkapitalien, die der Zunahme der Gesamtkapitalien nicht entsprechende absolute Erhöhung der offenen Reserven und die die Zunahme der Aktienkapitalien noch etwas überholende Steigerung der kurzfristigen Verbindlichkeiten führten auf Grund der bei allen drei Großunternehmungen bis zum Jahre 1929 zu verzeichnenden außerordentlichen starken absoluten Steigerung der langfristigen Verbindlichkeiten zu einem starken relativen Rückgang der Aktienkapitalien, zu einem geringen relativen Sinken der kurzfristigen Verbindlichkeiten und zu einem ungefähren relativen Gleichbleiben der Reserven innerhalb der Bilanzsumme. Zahlenmäßig stellt sich die Durchschnittsstruktur der Gesamtkapitalien bei den drei führenden deutschen Großunternehmungen wie folgt dar:

Jahr	Akt. Kap.	Reserven	Langfr. Verbindlichk.	Kurzfr. Verbindlichk.
1925	53	8	13	21
1926	48	8	20	18
1927	44	8	20	21
1928	39	7	26	19
1929	39	9	24	18
1930	39	7	24	17

Es wäre gewiß angreifbar, diese ganz schematisch gewonnenen Zahlenergebnisse in der oben durchgeführten Art auszuwerten, wenn nicht die Einzelzahlen der drei Unternehmungen bis auf geringfügige Abweichungen alle den gleichen Verlauf nehmen würden, der vor allem durch das Zurücktreten der Aktienkapitalien und das Hervortreten der langfristigen Verbindlichkeiten charakterisiert ist. Daß diese Uebereinstimmung bei Unternehmungen ganz verschiedener Produktionsrichtung besteht, kann als ein weiterer Beweis dafür gelten, daß die Finanzierungspolitik in ihren Grundzügen von den volkswirtschaftlichen Gegebenheiten bestimmt wird. —

[15]) s. zum Vergleich S. 27.

Für das überstürzte Tempo der finanziellen Entwicklung waren in der Hauptsache die auf S. 96—97 angeführten Gründe maßgebend; ermöglicht wurde es nur durch die langfristige Kreditgewährung des Auslandes. Die Gesamtkapitalien der I. G. Farben stiegen in der Zeit von 1925 — 1930 um 52,%, die der Vereinigten Stahlwerke vom 1. 4. 1926 bis zum 1. 4. 1930 um 63 %, wobei auf Grund der Bilanzen die größte Ausweitung der Kapitalbasis in den Jahren 1926 bis 1928 festzustellen ist, und die der A.E.G. in der Zeit vom 30. 9. 1924 bis zum 30. 9. 1930 sogar um 116 %.

Für Englands wirtschaftliche Lage nach dem Kriege gilt gewiß auch das oben[16]) mit Bezug auf die deutschen Unternehmungen Gesagte; auch das englische Unternehmertum mußte sich auf die verschärfte Konkurrenz am Absatzmarkte und auf die Schmälerung des Kapitalreichtums einstellen; auch Englands industrielle Unternehmungen rationalisierten und schlossen sich zusammen, wobei die Gründung der Imperial Chemical Industries, Ltd. den ersten Schritt zur industriellen Konzentration bedeutete[17]). Doch hatte England nicht die deutschen Reparationslasten und die deutsche Inflation. Das bedeutete aber, daß die für die deutsche Industrie zu einem großen Teil maßgebenden Triebkräfte zur Ueberschuldung für die englische Industrie nicht entfernt im gleichen Maße vorhanden waren; es ist sogar so, daß zwei Momente finanzierungspolitischer Art sich in England einer zu überstürzten finanziellen Expansion entgegenstemmten. Der eine dieser beiden Faktoren besteht in der Tatsache, daß das Stammaktienkapital englischer Industrieunternehmungen und damit das Unternehmerrisiko sich im wesentlichen auf die mit dem Unternehmen eng verbundenen Kreise konzentrierte, daß also jede Vermehrung der festen Kapitalkosten, wie sie eine Erhöhung des Vorzugsaktienkapitals oder des langfristigen Fremdkapitals nach sich zieht, von den die Finanzierungspolitik des Unternehmens bestimmenden Kreisen als mögliche Minderung der ihnen zufallenden Rendite gewertet wurde. Der andere Faktor betrifft die Stellung der Banken zur Industrie. Wenn auch die zunehmende Konzentrierung des Depositengeschäftes in den „Big Five" bewirkte, daß die großen Depositenbanken einen Teil der sonst nur von den Provinzbanken gepflegten Industriebeziehungen übernahmen und wenn auch, vor allem der Kohle-, Eisen- und Baumwollindustrie, von den Großbanken nicht unbeträchtliche Kontokorrentkredite nach dem Kriege gewährt wurden, die in Wirklichkeit den Charakter von Anlagekrediten annahmen[18]), so fanden sich doch die Großbanken in der Nachkriegszeit ebenso wenig wie früher dazu bereit, das Emissionsgeschäft zu betreiben. Da außerdem die einleitend geschilderten Finanzierungsinstitute sich ihre Dienste teuer bezahlen lassen und die Londoner Börse nur relativ wenig Werte heimischer Industrien handelt[19]), so sind damit einige Tatsachen angedeutet, die einer finanziellen Ueberexpansion entgegenwirkten; nicht gerechnet die psychologischen Momente, die dahin wirken, daß der englische Unternehmer auf Grund seiner wirtschaftlichen Tradition in Zeiten

[16]) S. 96.
[17]) s. zum Vergleich S. 46 f
[18]) s. Beckerath, Herbert, von: Der Moderne Industrialismus. Jena 1930, S. 173.
[19]) Beckerath: a.a.O. S. 172.

konjunkturellen Aufschwungs nicht unbedingt jeder Chance nachläuft und somit auch nicht so leicht zur finanziellen Ueberexpansion verleitet wird. —

Diese Tatsachen sind für das Tempo der englischen Finanzierungspolitik im allgemeinen bestimmend. Ein typischer Vertreter dieser konservativen, besonnenen Finanzierungspolitik ist die General Electric Co., deren Bilanzsumme vom 31. 3. 1925 bis zum 31. 3. 1930 nur um 6 % stieg. Eine abweichende Haltung zeigen der englische Chemietrust und Courtaulds. Wir beobachten bei der Imperial Chemical Ind. eine auf vier Jahre entfallende Steigerung der Bilanzsumme um rd. 50 %, die von den schnell aufeinanderfolgenden Aktienkapitalerhöhungen und der starken — zum großen Teil auf Aktienagio und Buchgewinn aus Beteiligungsverkäufen beruhenden — Reservenmehrung herrührt. Bei Courtaulds liegt eine 25 %ige Zunahme des Gesamtkapitals vor, die in erster Linie in der sofortigen Anpassung der Beteiligungsbuchwerte an die veränderte Marktnotiz ihre Erklärung findet. Bei beiden Unternehmen ist also eine starke Expansion der Eigenkapitalbasis — eine Art Gegenstück zu der Expansion der Fremdkapitalbasis bei den deutschen Unternehmungen — zu verzeichnen und damit eine Abkehr von den althergebrachten Prinzipien englischer Finanzierungspolitik.

Die besonderen Züge der englischen Finanzierungspraxis der Jahre 1924 — 1930 sind zum großen Teil andere als die der deutschen. Wir bemerken zunächst ganz im Gegensatz zu der deutschen Finanzierungspraxis eine Tendenz zum Abbau der im übrigen nur in geringem Umfange vorhandenen langfristigen Verbindlichkeiten. Die General Eletric Co. tilgte im Geschäftsjahre 1928/29 einen großen Teil ihrer 7 %igen Hypothekenpfandbriefe und kündigte im Jahre 1930 eine endgültige Ablösung für das Jahr 1931 an. Courtaulds Ltd. besaß überhaupt kein langfristiges Fremdkapital und die Imperial Chemical Ind. Ltd. hatte nur langfristige Konzernschulden, die von entsprechenden Konzernforderungen weit überholt wurden. Damit kann die in den Anfängen der industriellen Entwicklung Englands herrschende Gepflogenheit, das kapitalgebende Publikum hauptsächlich durch die Emission von Obligationen oder Vorzugsaktien heranzuziehen, jedoch noch nicht ohne weiteres als aufgegeben betrachtet werden, denn man muß sich vergegenwärtigen, daß ein großer Teil der neu ausgegebenen Stammaktien nicht auf dem anonymen Kapitalmarkt untergebracht wurde, sondern zum Ankauf anderer Unternehmungen diente. — Die stärkste Erhöhung des Stammaktienkapitals entfiel, wie die Bilanzen zeigen, auf die Zeit des Aufschwungs, die Jahre 1927 und 1928. Das Schwergewicht der Finanzierung lag bei der Selbstfinanzierung. Für die englischen Unternehmungen lassen sich jedoch viel schwerer generelle Feststellungen machen als für die deutschen; es wäre vielleicht auch nicht angebracht, einen Versuch dazu auf Grund der Untersuchung von nur drei Unternehmungen zu weit zu treiben, denn während bei den deutschen Großunternehmungen sämtliche individuelle Züge der Finanzierungspolitik beinahe restlos in den großen gemeinsamen Entwicklungszügen untergehen, wahrt jede englische Großunternehmung infolge der weniger festen Gebundenheit an volkswirtschaftlich gegebene Tatsachen ihr eigenes Gesicht, wie es durch Alter der Gesellschaft, Wirtschaftsauffassung, Wirtschaftszweig und die Persönlichkeit der Leitung bedingt ist.

Während die General Electric Co. in ihren Finanzierungsmethoden, d. h. vor allem mit ihrem hohen Prozentsatz der Selbstfinanzierung (im Durchschnitt 28 % der erzielten Erträge) und der relativ großen Stabilität des finanziellen Gefüges die englische Finanzierungspolitik, wie sie aus der Vergangenheit überkommen ist, am stärksten zum Ausdruck bringt, können die Imperial Chemical Ind. und die Courtaulds Ltd. vorwiegend als Repräsentanten und Vorboten der in der Gegenwart und Zukunft vordringlicher werdenden finanziellen Probleme betrachtet werden. Zu diesen Problemen gehören die sich aus der zunehmenden Verflechtung und Verschachtelung ergebenden Fragen der finanziellen Beziehungen von konzernabhängigen Gesellschaften zu der Konzernleitung, wie sie sich in ihrem Hervordringen bei der Imperial Chemical Ind. am deutlichsten zeigen und die Fragen der Bewertung, wie sie bei einer jungen, von technischen Erfindungen stark abhängigen und daher besonders spekulativen Industrie wie der der Kunstseide entstehen und dem Betrachter der Courtaulds-Bilanzen vor Augen geführt werden. —

Betrachten wir die Art der finanziellen Struktur der hier behandelten englischen Großunternehmungen, so zeigt sich auf den ersten Blick die Verschiedenheit gegenüber dem finanziellen Gefüge der deutschen Großunternehmungen. Die langfristigen Verbindlichkeiten weisen eine sinkende Tendenz auf und sind, absolut gesehen, nur bei der General Electric Co. von Bedeutung. Die Reserven, deren Zunahme hauptsächlich auf Ertragsrückstellungen entfällt, steigen absolut so stark, daß die Aktienkapitalien, trotz einer ebenfalls zu verzeichnenden absoluten Zunahme, relativ sinken (unter Nichtberücksichtigung der Tatsache, daß bei Courtaulds Ltd. die durch Neubewertung der Beteiligungen bewirkte Reservenanreicherung in die Aktienkapitalform überführt wurde). Das gesamte Fremdkapital betrug im Jahre 1930 bei der Imperial Chemical Ind. nur 9 %, bei Courtaulds nur 6 %; der General Electric Co., die an sich mit einem relativ hohen Anteil von Fremdkapital am Gesamtkapital arbeitet, gelang im Geschäftsjahre 1930/31 noch eine Konversion der 7 %igen Anleihe in eine 5 %ige.

Die Finanzierungspolitik der Großunternehmungen in den Vereinigten Staaten wird stark von der in der Nachkriegszeit in Amerika gegebenen volkswirtschaftlichen Lage bestimmt. Wie schon betont wurde, waren die Vereinigten Staaten die Nutznießer des durch den Krieg gestörten wirtschaftlichen Gleichgewichtes in Europa. Die durch die Lieferung von Kriegsmaterial, Rohstoffen und Lebensmitteln erzielten großen Exportüberschüsse und die in der Nachkriegszeit einfließenden Zins- und Reparationszahlungen der Schuldnerländer führten zu einer starken Kreditausweitung und bildeteten dadurch einen starken Antrieb zu einem ungeheuren konjunkturellen Aufschwung in der Nachkriegszeit[20]). Die Nettoverkäufe der General Electric Co. stiegen in der Zeit von 1924 bis 1929 von rd. 299 Mill. $ auf rd. 415 Mill. $, d. h. um rd. 40 %, die der General Motors Co. in demselben Zeitraum von rd. 568 Mill. $ auf rd. 1 504 Mill. $, d. h. um rd. 165 %, die Produktion von fertigen Erzeugnissen wuchs bei der U.S. Steel Corp. in dieser

[20]) s. auch: Probleme der Kredit- und Währungsreform in der Weltkrise i. „Zeitungsseminar" Heft 4; herausgeg. v. Fr. W. Bruck. Münster 1932; Linhardt, H.: Die amerikanische Kreditkrise; S. 27.

Zeit von 11,72 Mill. t auf 15,30 Mill. t, also um rd. 30 %. Auf welche Weise wurde nun diese Umsatzausweitung, die, wie die Umsatzzahlen der General Motors Co. zeigen, in den Luxusindustrien mit ihrem stark steigerungsfähigen Bedarf besonders scharf hervortritt, finanziert? Die im Anschluß an die Umsatzsteigerungen bei allen Unternehmungen zu verzeichnenden Ertragssteigerungen und Dividendenerhöhungen trieben die Kurse der industriellen Werte sehr in die Höhe. Diese Bewegung wurde durch die starke Effektenspekulation der Jahre 1928/29 in ihrem Ausmaß stark übersteigert und hatte zur Folge, daß sämtliche in normalen Zeiten dem Geldmarkt zur Verfügung gestellten Gelder auf den Kapitalmarkt abwanderten; die zu erzielenden Kursgewinne waren so groß, daß die niedrigere Realverzinsung der Effekten gegenüber der Verzinsung auf dem Geldmarkte keine Rolle spielte. Die Folge dieser Bewegung war, daß die Unternehmungen ihren Geldbedarf, selbst wenn er kurzfristiger Natur war, vorteilhafter auf dem Kapitalmarkt als auf dem Geldmarkt befriedigen konnten. Infolgedessen häuften sich die Aktienemissionen. Das Schwergewicht verschob sich zunehmend von den Banken zur Börse. — Die Finanzierungspolitik der hier behandelten amerikanischen Großunternehmungen ist ein Spiegelbild der vorstehend skizzierten Entwicklung. Die Möglichkeit durch Emission von Aktien zu sehr billigem Gelde zu kommen, verleitete die Unternehmungen dazu, alle Mittel, die sie über die durch Ertragsrückfstellungen bereitstehenden Kapitalien hinaus benötigten, sich durch Erhöhung der Aktienkapitalien zu beschaffen. Ganz besonders stark tritt diese Tendenz bei der U.S. Steel Corp. in Erscheinung, die sogar ihre 5%igen Gold-Bonds in Aktien konvertierte[21]). Ein sehr großer Teil der aus den Bilanzen ersichtlichen Zunahme der Aktienkapitalien entfällt nicht auf Neuemissionen, sondern auf die Ausschüttung von Gratisaktien, d. h. auf die Umwandlung eines Teiles der in großem Umfange zurückgestellten Erträge in Aktienkapital. Anders gesehen läßt sich auch sagen, daß die in jener Zeit realisierten hohen Gewinne die Unternehmungen dazu führten, neben Bardividenden Stockdividenden beträchtlichen Ausmaßes zu verteilen. So betrug die im Jahre 1927 an die Aktionäre der U.S. Steel Corp. ausgeschüttete 40%ige Stockdividende von rd. 203 Mill. $ mehr als 50 % des insgesamt in der Zeit von 1924—1930 emittierten nominellen Aktienkapitals. Von dem gesamten in der Zeit von 1924—1930 von der General Motors Co. ausgegebenen neuen Aktienkapital entfielen 76 % auf die Kapitalisierung von Reserven. Auch die Struktur des Aktienkapitals selbst zeigt Ansätze zu einer Aenderung, und zwar vor allem zu einer Vereinfachung. Die Tendenz, die Mannigfaltigkeit der nebeneinander bestehenden Aktientypen zu beseitigen, läßt sich am besten bei der General Motors Co. verfolgen, bei der im Jahre 1929 eine Umwandlung der mit verschiedenen Rechten ausgestatteten Kategorien von Vorzugsaktien in ein einheitliches Vorzugsaktienkapital durchgeführt wurde. Die bei der U. S. Steel Corp. und der General Motors Co. zu verzeichnende Tatsache, das Hauptgewicht auf die Ausgabe von Stammaktien zu legen und das Vorzugsaktienkapital auf dem alten Stand zu belassen oder nur wenig zu erhöhen, ist wohl weniger auf den Wunsch der Unter-

[21]) s. zum Vergleich S. 73.

nehmungen zur Befreiung von allen festen Ertragsbelastungen zurückzuführen, als auf die Situation des Kapitalmarktes, d. h. auf den Wunsch der Kapitalanleger, an dem schnellen Aufstieg der Unternehmungen in vollem Umfange teilzunehmen. Eine weitere Besonderheit, die von der Konjunkturentwicklung her ihre Begründung findet, zeigt sich in der zunehmenden Stückelung des Aktienkapitals. Nachdem die General Motors noch im Jahre 1924 eine Umwandlung ihrer 10 $-Aktien in 50 $-Aktien vorgenommen hatte, teilte sie ihr Stammaktienkapital im Jahre 1927 wieder in 25 $-Aktien und im Jahre 1929 in 10 $-Aktien. Auch die General Electric Co. vermehrte die Zahl ihrer Aktien um ein Vielfaches, indem sie im Jahre 1926 die vorhandenen 1,85 Mill. 100 $-Aktien in 7,4 Mill. nennwertlose Aktien eintauschte und diese im Jahre 1930 noch einmal vervierfachte, also auf 29,6 Mill. erhöhte. Der Zweck dieser Transaktionen war, wie schon an anderer Stelle gesagt wurde, die Senkung des Kurswertes und damit die Erhaltung der Marktfähigkeit der Aktien, die durch die in der Hochkonjunktur von 1927—1929 einsetzenden Kurssprünge stark bedroht war. —

Wie schon oben[22]) gesagt wurde, wurden die Unternehmungen durch die Möglichkeit, Aktienkapital zu äußerst günstigen Bedingungen, d. h. weit über pari zu erlangen, dazu verleitet, auch ihre langfristigen Verbindlichkeiten durch Aktienkapital zu ersetzen. Es zeigt sich überhaupt ganz allgemein die Tendenz, sich von den aus früheren Jahren überkommenen Anleihen in den Jahren des Konjunkturaufstiegs zu befreien. Die General Motors arbeitete ganz ohne langfristige Verbindlichkeiten, wenn man von einigen im Verhältnis zum Gesamtkapital unbedeutenden langfristig dem Werk zur Verfügung gestellten Arbeitersparnissen absieht; die General Electric Co., die noch im Jahre 1920 drei Anleihen von insgesamt ca. 32 Mill. auswies, zeigte im Jahre 1925 von diesen nur noch die am niedrigsten verzinsliche, und zwar die im Jahre 1902 in Höhe von rd. 2 Mill. aufgenommene 3½ %ige ungesicherte Goldanleihe. Die U.S. Steel Corp. tilgte in dem Zeitraum von 1921 bis 1930 rd. 80 % ihres langfristig aufgenommenen Fremdkapitals.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten beschränkten sich fast ausschließlich auf die im laufenden Geschäftsverkehr entstandenen Lieferantenforderungen; es läßt sich sogar feststellen, daß die Zunahme der kurzfristigen Verbindlichkeiten durchaus nicht der oben[23]) angegebenen Beschleunigung der Umsatztätigkeit entsprach, was nichts anderes bedeutet, als daß die kurzfristigen Verbindlichkeiten durch die starke Verbreiterung der Eigenkapitalbasis zum Teil aus ihrer Funktion verdrängt wurden.

Die ungeheure Verbreiterung der Eigenkapitalbasis entfiel erheblich stärker als es die Bilanzen und unsere Aufstellungen zu zeigen vermögen, auf Reservenanreicherung; das erklärt sich daraus, daß, wie schon erwähnt, ein beträchtlicher Teil der Ertragsrückstellungen in die Aktienkapitalform überführt wurde. Läßt man diese Tatsache für die Zeit von 1924—1930 unberücksichtigt, d. h. zieht man die kapitalisierten Reserven von den gesamten Aktienkapitalerhöhungen ab und rechnet sie stattdessen den bilanzmäßig ausgewiesenen Reserven hinzu, so ergibt sich, daß z. B. bei der General

[22]) s. zum Vergleich S. 106.
[23]) S. 105 f.

Motors Co. die Reserven in dem bezeichneten 6jährigen Zeitraum 3,7 mal so stark zunahmen, wie die Aktienkapitalien (404 : 109 Mill.) und bei der U.S. Steel Corp. 1,8 mal so schnell (287,6 : 157,1 Mill.), während bei der General Electric Co. einem in seiner Höhe unveränderten Aktienkapital ein Reservenzuwachs von 146 Mill. $ gegenüberstand. Bedenkt man, daß die in diesen Reservebeträgen enthaltenen außerbetrieblichen Gewinne relativ unbedeutend waren, daß die langfristigen Verbindlichkeiten mehr oder weniger stark herabgemindert wurden und die kurzfristigen Verbindlichkeiten bei allen drei Unternehmungen durchaus nicht die Ausweitung erfuhren, wie sie der wachsenden Umsatztätigkeit entsprochen hätte, so läßt sich daraus ohne weiteres ersehen, daß in der finanziellen Struktur zunehmend die Eigenkapitalien, und zwar vor allem die auf Selbstfinanzierung beruhenden das Uebergewicht erhielten. Im Jahre 1930 betrug denn auch der Anteil der Eigenkapitalien an den Gesamtkapitalien bei den drei Großunternehmungen im ungünstigsten Falle 90 %. —

Das Tempo der finanziellen Entwicklung war, wie die Bilanzen zeigen, durchaus nicht einheitlich; doch wurde es offensichtlich bei allen drei Unternehmen einmal von der Umsatztätigkeit bzw. von der Höhe der erzielten und reinvestierten Erträge bestimmt und zweitens von dem Umfang der in den Jahren des konjunkturellen Aufschwungs abzulösenden bzw. abgelösten Anleihen. Die General Motors Co., die auf Grund des von ihr vertretenen Industriezweiges die größte Reagibilität für die Schwankungen der Konjunktur aufweist und aus diesem Grunde im Verein mit der Tatsache, daß die reinvestierten Erträge wegen des Fehlens jeglicher etwa zu tilgender Anleihen bei ihr zusätzlich wirkten, die stärkste finanzielle Expansion zu verzeichnen hatte, ist auch zugleich diejenige Unternehmung, bei der sich der Konjunkturrückgang des Jahres 1930 in einer Kontraktion der Bilanzsumme ausprägte. Bei der General Electric Co. zeigte sich im Jahre 1930 zwar auch ein Stillstand, jedoch kein Rückgang der finanziellen Entwicklung, da die Zunahme der Rückstellungen den Rückgang der kurzfristigen Verbindlichkeiten noch um ein weniges übertraf. Die U.S. Steel Corp. wies auch im Jahre 1930 noch trotz starken Ertragsrückganges eine Ausweitung der Bilanzsumme auf, und zwar auf Grund der noch im Jahre 1930 getätigten Aktienkapitalerhöhung, die unter Hinzurechnung des erzielten Agios den Rückgang des lang- und kurzfristigen Fremdkapitals mehr als kompensierte.

2. Die Richtung der Finanzierung.

Bevor auf die besonderen Entwicklungstendenzen in der Finanzierungsrichtung der Zeit von 1924—1930 näher eingegangen wird, soll zunächst die Vermögensstruktur der Großunternehmungen, wie sie zu Beginn des betrachteten Zeitraumes gegeben ist, näher beleuchtet werden. Bei der Betrachtung der Bilanzen der hier behandelten Großunternehmungen ist als Charakteristikum das Nebeneinander von als „Anlagen" und als „Beteiligungen" ausgewiesenen langfristigen Investitionen festzustellen. Dabei überwiegen bald die Anlagen wie bei den Vereinigten Stahlwerken, der englischen General Electric Co. und der General Motors, bald die Beteiligungen wie bei Courtaulds Ltd. und bei der amerikanischen General Electric Co., bald stehen beide Vermögenskategorien ziemlich gleichwertig

nebeneinander wie bei der A.E.G. und der I.G. Farben. Die Extreme stellen die U.S. Steel Corp. und die Imperial Chemical Industries dar, von denen die ein fast ausschließlich Fabrikationsunternehmung (Beteiligungen 1 % des Gesamtvermögens), die andere ausschließlich Beteiligungsgesellschaft ist. – Die Beteiligung an anderen meist branchenmäßig verwandten Unternehmungen durch Erwerb der von ihnen emittierten Aktien ist bei der Großunternehmung der Gegenwart eine ziemlich allgemein festzustellende Erscheinung. Der Zweck kann ein sehr verschiedener sein; er kommt meistens in dem Maße der Beteiligung zum Ausdruck[24]). Ein geringer Effektenbesitz bzw. eine geringe Beteiligung an anderen Unternehmungen hat meistens nur die Funktion, die Vermögensstruktur elastischer zu gestalten, eine Art Puffer zu sein zwischen den anderen Vermögenskategorien, der die Spannungen zwischen ihnen mildern soll. Ein derartiger meist leicht liquidierbarer Effektenbesitz, der heute bei jeder größeren Unternehmung anzutreffen ist, wird meistens nicht als „Beteiligung" angesprochen, weil er auch nicht als solche beabsichtigt ist. Ein größerer Effektenbesitz, also eine tatsächliche „Beteiligung" kann verschiedene Funktionen ausüben z. B. die Schaffung freundschaftlicher Beziehungen zu anderen Unternehmungen mit dem Ziel der Beseitigung oder Milderung der gegenseitigen Konkurrenz oder auch die Verteilung des Unternehmungsrisikos durch Erwerb von Beteiligungen an Unternehmungen fremder Wirtschaftszweige oder an solchen des Auslandes. Besitzt eine Unternehmung mehr als die Hälfte des ganzen Aktienkapitals einer anderen Unternehmung, so hat sie auf diese maßgebenden Einfluß und praktisch die gleichen Rechte, die ihr aus einer Fusion zustehen würden. Die auf Grund des Effektenkapitalismus gegegebene Möglichkeit, sich durch Effektenerwerb in wirtschaftlicher Weise einer anderen Unternehmung zu versichern, wird heutzutage meistens der anderen Möglichkeit, auch rechtlich eine Verschmelzung, d. h. eine Fusion herbeizuführen, vorgezogen. Denn die Fusion ist sowohl kostspieliger wie auch wegen der Haftung für die Schulden der zweiten Unternehmung erheblich risikoreicher. Weitere Vorteile der losen Beteiligung gegenüber dér Fusion liegen für die Unternehmung einmal in der Möglichkeit, sich von der zweiten Unternehmung leichter zu trennen und zweitens in der Tatsache, daß die Bilanzierung einer Beteiligung eine weit größere Möglichkeit gibt, die betriebliche und finanzielle Bewegungsfreiheit ohne Rücksicht auf die Kontrolle der Oeffentlichkeit zu betätigen als eine Fusion[25]). Wird, wie es offensichtlich die Tendenz der Gegenwart ist, für mehrere Unternehmungen ein gemeinsamer finanzieller Ueberbau geschaffen, dergestalt, daß die Aktien mehrerer rechtlich selbständiger Unternehmungen in eine Dachgesellschaft eingebracht werden, die sie in eine einheitliche das Gesamtvermögen repräsentierende Aktienkategorie umwandelt, so haben wir eine reine Beteiligungsgemeinschaft vor uns, wie sie z. B. die Imperial Chemical Ind. darstellt. Derartige Beteiligungsgesellschaften sind dem Kapitalmarkt gegenüber in einer erheblich günstigeren Position als die in ihnen vereinten Einzelgesellschaften

[24]) Liefmann, R.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1931, S. 47.

[25]) s. zum Vergleich die Bilanzierungs- und Finanzierungspolitik der Imperial Chemical Ind.

und entwickeln sich deshalb meistens zur Finanzierungszentrale für die ihnen angeschlossenen Unternehmungen.

Im folgenden sei nun zunächst die Finanzierungspolitik der deutschen Großunternehmungen unter dem Gesichtspunkt ihrer Einwirkung auf die Vermögensstruktur zusammenfassend betrachtet. Die entsprechenden für die einzelnen Unternehmungen gemachten Aufstellungen lassen erkennen, daß die gesamten in den Jahren 1924—1930 aufgenommenen Neukapitalien im wesentlichen die Vermögensstruktur unverändert gelassen haben, also in demselben Verhältnis auf die verschiedenen Vermögenskategorien verteilt worden sind, wie sie innerhalb der Vermögensstruktur der Jahre 1924/25 vorhanden waren. Das bedeutet, daß die oben[26]) näher bezeichnete finanzielle Expansion im großen und ganzen nicht zur Forcierung einer einseitig gerichteten Betriebspolitik geführt hat, vielmehr den Ausbau des Produktionsapparates und die Erweiterung der Interessensphäre in relativ gleicher Weise gefördert hat. Leider sind die Angaben über die Art des Beteiligungszuwachses äußerst dürftig und unvollständig; so hält es z. B. die I.G. Farbenindustrie nicht einmal für erforderlich, ihren Anteil an den von ihr gegründeten Tochtergesellschaften, der I.G. Chemie, Basel und der American I.G. Chemical Corp. und ihre Beteiligung an der deutschen Länderbank A.G. unter ihrem Effektenbesitz anzugeben. — Bei allein drei Großunternehmungen wurden, wie ein Blick auf die betreffenden Aufstellungen lehrt, die Vermögensgruppen langfristiger Art, also die Anlagen und Beteiligungen, auch durch Kapitalien langfristiger Herkunft finanziert, wobei diese auch noch durchschnittlich mindestens 63 % (Vereinigte Stahlwerke) des arbeitenden Kapitals deckten. Von den amerikanischen Großunternehmungen weist die U.S. Steel Corp. bei einem per Saldo zu verzeichnenden geringen absoluten Abbau der Anlagen und der liquiden Fonds strukturell eine absolute Konstanz auf; sie wahrt während des in Frage stehenden Zeitraumes durchaus ihr überkommenes Gepräge. Die General Electric Co. dagegen und vor allem die General Motors, die ja alle Besonderheiten der amerikanischen Finanzierungspolitik des ersten Nachkriegsjahrzehntes in gesteigerter Form widerspiegelt, weisen in ihrer Vermögensstruktur erhebliche Verschiebungen auf. Diese gipfeln in einer im Jahre 1929 ruckartig sich vollziehenden Erweiterung der Interessensphäre, die bei der General Motors ausschließlich und bei der General Electric Co. teilweise aus dem Umsatzvermögen finanziert wurde. Der Rückgang des Umsatzvermögens entfällt bei beiden Unternehmungen fast ausschließlich auf die Verminderung des von der General Motors vor allem in den Jahren 1927 und 1928 und von der General Electric seit dem Jahre 1924 ganz systematisch angesammelten Bestandes an marktgängigen Wertpapieren (U.S. Government Securities). Diese Reduzierung des ungebundenen liquiden Vermögens zugunsten einer stärkeren Betonung der Beteiligungstätigkeit lag im Zuge jener Zeit, in der — wie oben[27]) ausgeführt — die Effektenspekulation auf ihrem Höhepunkt anlangte. Der Gedanke an den ungeheuren Kursgewinnen der Jahre 1928/29 teilzunehmen, beherrschte nicht nur die privaten Kapitalanleger, sondern auch die Unternehmungen und führte zu engen Verflechtungen. Daneben wird auch

[26]) s. zum Vergleich S. 103.
[27]) s. zum Vergleich S. 106.

der Wunsch nach einer stärkeren Risikoverteilung und nach einem Eindringen in neue Absatzgebiete lebendig gewesen sein. Das führte dazu, daß sich bei der General Motors Co. das Beteiligungsvermögen von rd. 1/6 auf rd. 1/4 des Gesamtvermögens erhöhte und bei der General Electric Co. von einem Viertel auf reichlich ein Drittel anwuchs. Diese Ausdehnung des Machtbereiches ging weit über die nationalen Grenzen hinaus, wie die Angliederung der Opel A.G. an die General Motors und der von der General Electric vollzogene Ankauf von A.E.G.-Aktien und eines Sechstels des Kapitals der Osram G.m.b.H., sowie die Aufnahme der von Philips' Glowlampworks, Holland neu emittierten Aktien und die Zuführung von Mitteln an die Société Générale de Constructions Electriques zur Genüge beweist. Privatwirtschaftlich bewirkt diese zunehmende Unternehmungsverflechtung auf effektenkapitalistischer Grundlage die Verwischung der den einzelnen Unternehmungen eigentümlichen besonderen Struktur und volkswirtschaftlich, durch die Anbahnung einer weitgehenden Interessenverknüpfung sowohl zwischen den einzelnen Wirtschaftseinheiten und Wirtschaftszweigen wie auch von Land zu Land, die Schaffung eines erheblich erweiterten Resonanzbodens für alle der Wirtschaft eines Unternehmungszweiges oder eines Landes eigentümlichen Erscheinungen.

Die englischen Großunternehmungen weisen mit Ausnahme der Imperial Chemical Ind. Ltd. keine Aenderung der Vermögensstruktur auf. Die stärkere Betonung des Beteiligungscharakters der Courtaulds Ltd. entfällt nahezu vollständig auf die Anpassung des Buchwertes der Beteiligungen an den gestiegenen Marktwert. Die Imperial Chemical. Ind. entwickelte sich dagegen außerordentlich schnell zu einer Finanzierungsgesellschaft für die in ihr vereinigten Einzelunternehmungen; nicht die Angliederung neuer Unternehmungen sondern die finanzielle Stärkung der bereits dem Konzern angegliederten bezweckten die neu aufgenommenen Mittel. —

Während bei Courtaulds und der General Electric das langfristige Eigen- und Fremdkapital noch zur 78- bzw. 96 %igen Deckung des arbeitenden Kapitals ausreichte, konnte bei der Imperial Chemical Ind. das Verwaltungsvermögen nur in den Jahren 1929 und 1930 und auch nur zu rd. 50 % durch langfristig fundiertes Kapital finanziert werden, wobei noch zu bedenken ist, daß ein Teil des Verwaltungsvermögens nämlich „verschiedene Debitoren" infolge des schnellen Anwachsens die Vermutung nahelegt, daß in ihm finanzielle Verpflichtungen der Konzerngesellschaften verborgen sind.

3. Die Beziehungen zwischen Finanzierungspolitik und Unternehmungserfolg.

Die zwischen Finanzierungspolitik und Unternehmungsertrag bestehenden engen Beziehungen werden bei der Betrachtung der Gewinn- und Verlustrechnungen deutscher Großunternehmungen besonders deutlich. Zusammenfassend kann der Einfluß der deutschen Finanzierungspolitik auf die Ertragsgestaltung vielleicht als die Schaffung einer beträchtlichen Diskrepanz zwischen Roh- und Reingewinn bezeichnet werden. Diese Diskrepanz ist die Folgeerscheinung des Mißverhältnisses zwischen den für die technische

Rationalisierung eingegangenen finanziellen Verpflichtungen und den auf Grund der Rationalisierung verbuchten Erfolgen oder — konkret ausgedrückt — zwischen den zum überwiegenden Teil mit hoch zu verzinsendem Fremdkapital erbauten, hohe Abschreibungen erfordernden Anlagen und den infolge der mangelnden Aufnahmefähigkeit des Marktes unterbeschäftigten und daher nur verhältnismäßig geringen Ertrag abwerfenden Anlagen. Die jährlich den Rohertrag belastenden hohen Zins- und Abschreibungsbeträge stellen fixe Kosten dar, müssen also getragen werden, ob der Betrieb zu 50 % oder zu 100 % beschäftigt ist. Diese Tatsache macht die nach Abzug der fixen Kosten von den Roherträgen verbleibenden Reinerträge zu Spitzenbeträgen, die für jede Konjunkturschwankung äußerst empfindlich sind und in Krisenzeiten geradezu zu einer Zufallserscheinung werden können. Die Folge dieser Tatsache ist, daß das Aktienkapital als Empfänger dieser Spitzenbeträge und als alleiniger Träger des dadurch gegebenen finanziellen Risikos bei anhaltenden depressiven Tendenzen auf dem Markt eine starke Entwertung erfährt, daß aber auch darüber hinaus die Obligationäre unter Umständen die Möglichkeit wahrscheinlicher werden sehen, daß auch ihre Ansprüche unter anderm infolge des geringen Spielraums zwischen Rohertrag und fixen Kosten gefährdet werden. Diese Situation erklärt es, daß die Unternehmungen in einem solchen Falle alles daran setzen, um ihr Prestige zu wahren. An derartigen Maßnahmen ist die Ausschüttung einer — wenn auch absolut vielleicht nicht hohen — so doch relativ, d. h. im Verhältnis zur Betriebslage zu hohen Dividende zu nennen; eine liberale Dividendenpolitik soll den Kurs der Aktien solange wie möglich über pari halten und so der Unternehmung erlauben, neue Aktien erfolgreich, d. h. mit einem die Reserven stärkenden beträchtlichen Agio zu begeben, wodurch die natürliche finanzielle Ordnung, die von hohen Ertragsrückstellungen zu hohem Kurs und billigem Neukapital führt (so in den Vereinigten Staaten) in ihr Gegenteil verkehrt wird. — Dieses ist die Situation, die wir — in mehr oder weniger krasser Ausprägung — bei den deutschen Großunternehmungen vom Jahre 1924 bis zum Jahre 1930 antreffen. Das extremste Beispiel bieten ohne Zweifel die Vereinigten Stahlwerke; es sei deshalb hier noch einmal auf die bei ihnen zur fraglichen Zeit bestehenden Zusammenhänge zwischen Finanzierungspolitik und Ertragsgestaltung eingegangen, zumal sie das hier behandelte Problem, das für die deutschen Großunternehmungen in den letzten Jahren wohl das vordringlichste geworden ist, am besten beleuchten. Die Anleihen, die in der Hauptsache den technischen Ausbau finanzierten, verlangten in den Jahren 1927—1930 einen jährlichen Zinsendienst von rd. 30 Mill. RM; die Abschreibungen erforderten einen Aufwand von rd. 80—85 Mill. RM. jährlich. Zinsen und Abschreibungen — also die fixen Kosten — ließen mit durchschnittlich 110—115 Mill. RM. jährlich einen Reingewinn übrig, der im günstigsten Falle weniger als die Hälfte (1927) und im ungünstigsten Falle (1930) reichlich ein Viertel der fixen Kosten ausmachte. Im Jahre 1930 war der für die Verzinsung des Aktienkapitals verbleibende Reinertrag auf rd. 11 % des erzielten Bruttoertrages beschränkt; das bedeutet, daß bei einem weiteren Sinken des Bruttoertrags um nur rd. 1/10 die Unternehmung nur noch für die Gläubiger oder — anders ausgedrückt — für die „Kapitalerhaltung" arbeitet. Dabei ist festzustellen, daß die

durch Anleihen aufgenommenen Mittel nicht in einem einzigen Geschäftsjahr eine Rente erbracht haben, die über die für sie zu zahlenden Zinskosten hinausging, sondern, daß im Gegenteil die Aktionäre gezwungen waren, einen Teil des mit ihrem Kapital erwirtschafteten Ertrags für die Deckung der Fremdkapitalkosten abzugeben; dasselbe gilt auch für die Anleihen der A.E.G. — Die eben gekennzeichnete Tatsache berechtigt wohl ohne weiteres zu dem Schluß, daß die Anleiheaufnahme sich in beiden Fällen als wirtschaftlich nicht gerechtfertigt herausgestellt hat. Die für die technische Rationalisierung gemachten finanziellen Aufwendungen standen in keinem Verhältnis zu den mit ihrer Hilfe erzielten Erfolgen, was privat- wie volkswirtschaftlich eine Kapitalvergeudung bedeutet.

Das Problem, das sich bei den Großunternehmungen der Vereinigten Staaten bezüglich der Zusammenhänge zwischen Finanzierungspolitik und Ertragsgestaltung in der Zeit von 1924—1930 ergibt, weist prinzipiell eine größe Aehnlichkeit mit dem der deutschen Wirtschaft auf, wenn auch nicht in der Form, in der es sich äußert. Diese Behauptung mag auf den ersten Blick befremdend erscheinen, da doch — wie oben dargestellt und auch aus den entsprechenden Aufstellungen ersichtlich ist — sowohl in der Art der Finanzierung wie auch in der Verwendung der Erträge der größte Gegensatz zwischen deutschen und amerikanischen Großunternehmungen besteht: bei den deutschen Unternehmungen starke Zunahme, bei den amerikanischen Abbau des langfristigen Fremdkapitals; in Deutschland geringe Selbstfinanzierung, in den Vereinigten Staaten außerordentlich umfangreiche Ertragsrückstellungen. Die prinzipielle Entwicklungstendenz, die jedoch beiden gemeinsam ist, äußert sich in Folgendem: Die starke finanzielle Expansion steigerte durch die Erweiterung des Produktionsapparates die Konjunkturempfindlichkeit außerordentlich und bewirkte mit der Anpassung der Produktionskapazität an den im konjunkturellen Hochschwung zu erzielenden Umsatz à la longue eine Verwässerung des zur Erstellung der Anlagen verwendeten Kapitals. Ist dieses Kapital Eigenkapital, und zwar in der Hauptsache reinvestierte Erträge, so ist diese Entwicklung beinahe eine zwangsläufige (und insofern unterscheidet sich die Entwicklung in Deutschland von der in den Vereinigten Staaten); wird außerdem, wie es bei den Großunternehmungen der Vereinigten Staaten der Fall war (besonders bei der U.S. Steel Corp.), niedrig verzinsliches Fremdkapital durch Aktienkapital ersetzt, so verstärkt sich — von der finanziellen Seite her — diese Tendenz zur Verwässerung. Denn mit der Ablösung der niedrig verzinslichen Verbindlichkeiten wird diejenige Ertragsquelle bewußt aufgegeben, die sich aus der Differenz zwischen den Zinsen auf das Fremdkapital und den mit Hilfe dieses Fremdkapitals erzielten Erträgen ergibt. Diese beiden — verschiedenen Quellen entstammenden — Tendenzen zur Verwässerung des Aktienkapitals beobachten wir bei der U.S. Steel Corp. besonders deutlich. Nach Tabelle I S. 74 zeigt sich die aus der technischen Ueberexpansion herrührende Kapitalverwässerung an der Tatsache, daß — bei annähernd gleichen Erträgen — im Jahre 1928 die Produktionskapazität noch mit rd. 83 % ausgenutzt war, im Jahre 1930 dagegen nur mit rd. 65 % — und die sich von der finanziellen Seite ergebende Verwässerung daran, daß — bei gleich-

bleibendem Dividendensatz — im Jahre 1928 die gesamte Kapitalrendite (Dividenden + Zinsen) nur rd. 53 % des Geschäftsgewinnes ausmachte, im Jahre 1930 dagegen rd. 60 %. Während, wie schon betont, die aus dem ungeheuren konjunkturellen Aufschwung resultierende Selbstfinanzierung einerseits mit einer gewissen Zwangsläufigkeit zu einer Uebersetzung des Produktionsapparates führte, die nur durch die stärkere Beteiligungsfinanzierung in etwa gehemmt werden konnte, muß die aus freier Initiative unternommene Ablösung des billigen Fremdkapitals aus den eben erwähnten Gründen als ein Mißgriff bezeichnet werden.[28]). — Wir kommen damit zu zum Schluß, daß sowohl in Deutschland wie auch in den Vereinigten Staaten die besondere Finanzierungspolitik der Unternehmungen in der Zeit von 1924—1930 relativ zu einer Schmälerung der Aktienrendite führte, und zwar in Deutschland infolge des großen Umfanges des aufgenommenen hochverzinslichen Fremdkapitals und in den Vereinigten Staaten infolge der Ablösung niedrig verzinslichen Fremdkapitals. — Daß das im übrigen in der deutschen Unternehmungspolitik so überaus brennende Problem der dem Reinertrag vorgelagerten ungeheuren fixen Kosten in den Vereinigten Staaten nicht so vordringlich ist, ergibt sich aus der breiten Eigenkapitalbasis insbesondere der hohen Reservehaltung und dem beinahe völligen Fehlen fester Kapitalkosten.

Die Beziehungen zwischen Finanzierungspolitik und Unternehmungserfolg sind zwar bei den englischen Großunternehmungen im einzelnen mit manchen besonderen Problemen behaftet, die an Ort und Stelle erörtert wurden, gemeinsame charakteristische Entwicklungszüge sind jedoch nur im Hinblick auf die Konjunktur festzustellen. Es sei deshalb nur darauf hingewiesen, daß bei Englands Großunternehmungen mit ihrer breiten Eigenkapitalbasis und den überkommenen niedrig verzinslichen langfristigen Verbindlichkeiten die bei der Betrachtung der deutschen Unternehmungen geschilderten besonderen Probleme nicht akut werden, andererseits aber auch die für die amerikanischen Großunternehmungen charakteristischen Gewinnthesaurierungen mit ihren finanziellen Folgen nicht in dem dort geschilderten Umfange festzustellen sind.

III. Die Bedeutung unserer Untersuchungen als Fundament für die Klärung angrenzender Probleme.

1. Finanzierungswissenschaft und Finanzierungspolitik.

Angesichts der besonderen Entwicklungstendenzen in der modernen Finanzierungspolitik interessiert uns in erster Linie die Frage: Wie steht die Finanzierungswissenschaft zur Finanzierungspolitik? Dieser Frage kommt in der Gegenwart umso größere Bedeutung zu, als das allgemeinere Problem der Stellung der Wirtschaftswissenschaft zur Wirtschaftspolitik zu einer besonders aktuellen Frage geworden ist. — Die Rolle, die die deutsche Finanzierungswissenschaft im vergangenen Jahrzehnt gegenüber der Finanzierungspraxis gespielt hat, ist keine sehr aktive gewesen. Während vonseiten derjenigen, die ihren Blick auf das Ganze der wirt-

[28]) S. z. Vgl. S. 75. — Bzgl. der Beurteilung dieser Transaktion von dem hier nicht betrachteten Standpunkt der Sicherheit aus s. z. Vgl. S. 75.

schaftlichen Erscheinungen richteten (Schacht, Somary), der Versuch unternommen wurde, durch eine in der Folgezeit sich als zutreffend erweisende Wirtschaftsprognose aktiv in die Gestaltung der privaten Finanzwirtschaft einzugreifen, kann von der Seite der reinen Finanzierungswissenschaft wohl nur Prion („Kapital und Betrieb") das Verdienst für sich in Anspruch nehmen, die kommende Entwicklung in etwa vorausgesehen zu haben. Es ist u. E. besonders bemerkenswert, daß es gerade die überbetriebliche auf die Totalität der Wirtschaftserscheinungen zielende Blickrichtung der betreffenden Wirtschaftsführer und Wissenschaftler war, die sie zur richtigen Beurteilung der zukünftigen finanziellen Entwicklung befähigte. — Die einseitig an der Privatwirtschaft sich orientierenden wissenschaftlichen Untersuchungen stützten sich in der Hauptsache auf die Erfahrungen der Vergangenheit und berücksichtigen zu wenig die neu auftauchenden Probleme. Während, wie aus den obigen Ausführungen[29]) ersichtlich wird, der Schwerpunkt der finanziellen Probleme sich durch die Entwicklung zum kapitalintensiven Großbetrieb zunehmend von der Bilanz auf die Gewinn- und Verlustrechnung verschoben hat, beschäftigte sich die finanzwissenschaftliche Literatur noch überwiegend mit Problemen, die gewiß auch heute noch Gültigkeit besitzen, aber nicht den Kernpunkt der heutigen finanziellen Situation erfassen, nämlich mit den Deckungsprinzipien und den Fragen der Liquidität. Daß es mit der Befolgung des Grundsatzes, daß die kurzfristig aufgenommenen Kapitalien zu den langfristigen in einem angemessenen Verhältnis stehen sollen, und daß ferner die Eigenschaften des aufgenommenen Kapitals der Art seiner Verwendung entsprechen sollen, nicht getan ist, zeigen unsere Untersuchungen. Sämtliche Großunternehmungen haben mehr oder weniger streng diesen Grundsatz realisiert und doch kann nicht behauptet werden, daß die von ihnen betriebene Finanzierungspolitik damit immer den richtigen Weg nahm. Erst in der Gegenwart erkennt man deutlicher, daß die Großunternehmung nicht nur eine große Unternehmung sondern etwas von dem Mittel- und Kleinbetrieb auch qualitativ Verschiedenes ist, und daß diese Tatsache besondere Untersuchungen, Ueberlegungen und Handlungsweisen erforderlich macht. Die Fragen der optimalen Betriebsgröße, des „law of balanced return" (Dewing), der zulässigen Belastung des Unternehmens mit Fremdkapital, der Budgetierung u. ä. treten damit in der Gegenwart zunehmend in den Vordergrund. Wie wenig in der Vergangenheit im allgemeinen derart grundsätzliche Fragen aufgeworfen wurden und wie stark man sich greifbareren finanziellen Einzelfragen unter Konzentrierung auf rein betriebswirtschaftliche Erwägungen zuwandte, zeigt z. B. die wissenschaftliche Diskussion über die Einführung amerikanischer Effektentypen in Deutschland, die, soweit sich von uns übersehen läßt, nirgends die wesentliche und allgemeine Frage anschneidet, ob nicht einer Unternehmung die Befriedigung wirtschaftlich nicht gerechtfertigten Kapitalbedarfs umso leichter gemacht wird, je undurchsichtiger und spekulativer die Ausstattung des Wertpapiers ist.

---

[29]) s. zum Vergleich S. 112 f.

2. Unternehmer und Finanzierungspolitik.

Ueberprüft man die Haltung, die das Unternehmertum — insbesondere das deutsche — in der Zeit von 1924 — 1930 zu allen finanziellen Fragen eingenommen hat, so erscheinen die von der Theorie gegenüber der Praxis erhobenen Vorwürfe, von denen derjenige der durch Ueberexpansion bewirkten Kapitalfehlleitung der schwerste ist, wohl begründet; doch darf natürlich auch nicht verkannt werden, daß die begangenen Irrtümer zu einem großen Teil aus der wirtschaftlichen Situation heraus verständlich sind.

Bei einem Versuch, das Versagen des deutschen Unternehmertums gegenüber den in der Nachkriegs- und Nachinflationszeit sich ergebenden besonderen Problemen aus der Gesamteinstellung des Unternehmers zu erklären, stößt man auf die Tatsache, daß es in erster Linie die einseitig auf den eigenen Betrieb — und nur auf diesen — gerichtete Betrachtungsweise war, die den Unternehmer zu der von uns im vorigen geschilderten Finanzierungspolitik verleitete[30]). Wäre von der Unternehmungsleitung mehr Gewicht auf die Tatsache gelegt worden, daß die Unternehmung nur dann erfolgreich arbeiten kann, wenn sie ihre Betriebspolitik den durch die allgemeine Wirtschaftslage (und dazu gehört eben diese zu verstehen) gegebenen Möglichkeiten anpaßt, so wären sicherlich viele der scharfen Rationalisierungsmaßnahmen und damit der großen finanziellen Opfer unterblieben; dies umso eher, wenn man bedacht hätte, daß die den Anlageausbau finanzierenden fremden teuren Gelder — auf die Dauer gesehen — nur durch Ausfuhrüberschüsse zurückgezahlt werden können. Wenn jetzt von Unternehmerseite an dem Verhalten der amerikanischen Gläubiger Kritik geübt wird, die einerseits die Bezahlung der fälligen Zins- und Tilgungsraten verlangen, andererseits aber unsere Waren von ihrem Markt fernhalten, so erscheint das zwar verständlich aber u. E. unberechtigt. Es wäre vielmehr logischer, diese Folgerung zu ziehen: Die Schwierigkeit, die Auslandsanleihen zurückzuzahlen, beweist, daß bei ihrer Aufnahme die mit ihrer Hilfe zu erzielende Produktivität falsch eingeschätzt worden ist; daß man nicht bedacht hat, ob die mit Hilfe der Auslandsanleihen getätigten Exportüberschüsse so groß sein würden, um daraus die Auslandsanleihen zu bezahlen. —

Im Hinblick auf die gegenwärtige Lage ergibt sich ferner die Frage: Hat der Unternehmer die mit dem Jahre 1930 einsetzenden Rückschläge als Korrektur der durch Inflation und Auslandskredite bedingten Scheinkonjunktur und als Anpassungsvorgang an die für Deutschland durch den Krieg bedingte Strukturwandlung erkannt oder wertet er sie als vorübergehende der „Ankurbelung" zugängliche konjunkturelle Erscheinung? Es zeigt sich in dieser Hinsicht die eigentümliche Tatsache, daß der Unternehmer heutzutage durchaus geneigt ist, die depressive Wirtschaftslage als eine „Scheinkonjunktur" anzusehen, die durch eine entsprechende Wirtschaftspolitik leicht behoben werden kann, während er die wirkliche Scheinkonjunktur des Aufschwungs im allgemeinen als wahren wirtschaftlichen Aufstieg und sein persönliches Verdienst wertete. Für

[30]) s. z. Vgl. Valk, willem: Das Substitutionsprinzip als theoretischer Kern der Betriebswirtschaftslehre: i. Zeitschr. f. Betriebswirtschaft. 5. Jahrg. 1928. S. 187—196.

die Behauptung, daß den Wirtschaftsführern der Gegenwart unsere heutige Lage nur als böser Traum erscheint, dem ein starker Staat durch geeignete Maßnahmen oder ein wie ein deus ex maxina erscheinender Konjunkturanstieg über Nacht ein Ende setzen kann, bietet ein Bericht der Deutschen Bergwerkszeitung[31]) unter dem Titel „Die Legende von der Ueberkapazität" ein ausgezeichnetes Beispiel. Die in diesem Bericht erscheinenden Erwägungen und Behauptungen basieren auf dem Bericht von Flotows[32]) über die Vereinigten Stahlwerke und gipfeln in Feststellungen folgender Art: „Wenn die Beschäftigung einigermaßen gesichert sei, spiele die Zinsbelastung im Vergleich zu den Selbstkosten keine große Rolle mehr. . . . Wenn die Beschäftigung sich einigermaßen wieder hebe, dann werde auch die Rentabilität wieder eintreten". Dieses wiederholte „wenn" und die mit diesem Wort eingeleiteten Behauptungen müssen im Hinblick auf die von uns gegebene Darstellung über die Lage der Vereinigten Stahlwerke und im Hinblick auf das, was über den volks- und weltwirtschaftlichen Hintergrund der heutigen Wirtschaftslage gesagt wurde, entweder besonders naiv oder besonders kühn anmuten, je nachdem, ob man die betreffenden Ausführungen wissenschaftlich oder politisch ausdeutet. Beurteilt man sie vom wissenschaftlichen Standpunkt, so zeigt sich in ihnen eine Verkennung der wahren Lage wie sie krasser kaum in Erscheinung treten kann. Der in diesen Ausführungen zum Ausdruck kommende Standpunkt offenbart in geradezu zu eklatanter Weise die Diskrepanz, die noch immer zwischen der Betrachtung des Betriebswirtschaftlers und der des Volkswirtschaftlers vorhanden ist. Die ungeheure Unterbeschäftigung und die daraus herrührende Disproportionalität zwischen Aufwand und Ertrag werden einfach nicht bei der Beurteilung der Lage in Rechnung gezogen, weil sie das innerbetriebliche Leben angeblich nicht berühren. Die Unternehmungssphäre wird streng von der Marktsphäre geschieden; Wechselbeziehungen werden zwar nicht geleugnet, aber ziemlich belanglos für die finanzielle und betriebliche Situation der Unternehmung hingestellt. Aehnliches gilt für die Ausführungen Thyßens in der Generalversammlung der Phönix-Bergbau A. G. vom 29. 9. 1932[33]). — Gegen die Forderung einiger Aktionäre, die Aktienkapitalien zusammenzulegen, wandte sich Thyßen mit dem Einwand, daß der Substanzwert erhalten sei, und daß bei einer 50 %igen Beschäftigung niemand mehr von Sanierungsbedürftigkeit sprechen würde. Aus diesem Argument geht hervor, daß Thyßen bei der Bewertung einer Unternehmung von ihrer Verflochtenheit in die Marktsphäre ebenfalls vollständig absieht. Um die Unsinnigkeit einer solchen Einstellung darzutun, braucht man nur an den Fall völligen Beschäftigungsmangels zu denken: in konsequenter Weiterführung seiner Argumentation müßte dann Thyßen behaupten, daß, obwohl der Betrieb still gelegt sei, doch keine Wertminderung vorliege, da ja der Substanzwert erhalten sei. Daß die Anlagen dann aber in Wirklichkeit nur als eine „eigenartige Anhäufung von altem Eisen"[34]) bewertet werden dürften, kann aber doch wohl

[31]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 19. 11. 1932.

[32]) Der Bericht von Flotows war uns leider nicht zugänglich.

[33]) Frankfurter Zeitung vom 30. 9. 1932.

[34]) Weber, Adolf: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, München und Leipzig 1932, S. 38.

kaum ernstlich bestritten werden. — Die im vorigen angeführten Beispiele zeigen, daß der deutsche Unternehmer die Konsequenzen und Lehren aus der Finanzierungspolitik des vergangenen Jahrzehnts noch nicht gezogen hat; es muß deshalb die vornehmste Aufgabe der Wissenschaft sein, den Unternehmer an eine andersgeartete Betrachtungsweise heranzuführen. Er muß vor allem zu der Erkenntnis gebracht werden, daß Betriebswirtschaft und Volkswirtschaft nicht zwei getrennte Welten sind, sondern daß die Erscheinungen der einen niemals ohne Einfluß auf die der anderen sind; daß also die Unternehmung nicht autark wirtschaften kann, sondern untrennbar mit den volkswirtschaftlichen Märkten verbunden ist. Es ist das Verdienst von Fr. Schmidt, daß er als erster auf die zwischen Volks- und Betriebswirtschaft bestehenden Zusammenhänge hingewiesen hat. Die Wissenschaft hat offenbar erkannt, daß sie sich durch die strenge Isolierung der betriebswirtschaftlichen von den volkswirtschaftlichen Problemen — wenn nicht mitschuldig gemacht hat an der Einstellung des Unternehmers —, so doch zum mindesten verabsäumt hat, ihn auf die Gefahren einer einseitigen Betrachtung aufmerksam zu machen. Diese Auffassung finden wir z. B. bei Leitner[35]), der die Forderung aufstellt, daß die Betriebswirtschaftslehre sich mehr als bisher in den Dienst der Allgemeinheit und weniger in den der Betriebe stellen soll. — Die für die finanzielle Entwicklung unheilvollen Konsequenzen einer einseitigen Blickrichtung des Unternehmers zeigen sich übrigens bereits, wenn man bei der Betrachtung innerhalb der durch die Einzelunternehmung gezogenen Grenzen bleibt. Denn sicherlich trägt auch die starke Zersplitterung der Unternehmerfunktion, wie sie innerhalb der Großunternehmung anzutreffen ist, einen Teil der Schuld an dem Gewordenen. Wir berühren mit dieser Feststellung das Problem des Unternehmers, insbesondere die Fragen der zwischen Betriebsvolumen und Gehirnkapazität des Einzelunternehmers bestehenden Zusammenhänge. Es fragt sich, ob der „synthetische" korporative Unternehmer, der von einer bestimmten Betriebsgröße an als Substitut des Einzelunternehmers fungieren muß, wirklich als vollwertiger Ersatz des Einzelunternehmers anzusprechen ist. Zu denken wäre hier etwa an die mangelnde Ausgeglichenheit und das Problem der geistigen Schulung der diesen kollektiven Unternehmer bildenden Einzelpersonen und, damit zusammenhängend, an das Problem der Führung und des Vorranges verschiedener Typen. Kaufmann, Ingenieur und Finanzier haben ihre eigenen Denk- und Wertungsweise, die sie naturgemäß zur Geltung zu bringen suchen. Aufgabe des Finanziers muß es sein, allen diesen Erwägungen zugänglich zu sein und erst nach gewissenhafter Prüfung der technischen und kaufmännischen Gesichtspunkte die letzte Entscheidung zu treffen. Zusammenfassend kommen wir damit zu dem Ergebnis, daß die Unternehmungsleitung in Zukunft weit mehr als bisher darauf bedacht sein muß, die Finanzierungsfragen der Unternehmung nicht als ein isoliertes Problem zu betrachten, sondern als ein Teilproblem der Einzel- wie auch der Gesamtwirtschaft.

---

[35]) s. zum Vergleich Schmidt, F.: Besprechung von Leitners „Renaissance der Privatwirtschaftslehre". Ztschr. f. Betriebswirtschaft, 9. Jahrg., Heft 2.

LEBENSLAUF.

Am 5. November 1904 wurde ich als Tochter des Ingenieurs Richard Sielmann in Königsberg i. Pr. geboren. Ich bin evangelischen Bekenntnisses und preußischer Staatsangehörigkeit. — Nach Besuch des Lyzeums und der Studienanstalt realgymnasialer Richtung (Viktoriaschule) zu Essen, legte ich am 7. März 1924 die Reifeprüfung ab.

Um die Vorbedingungen für das wirtschaftswissenschaftliche Studium zu erfüllen, war ich anschließend ein Jahr bei der Deutschen Volksbank A. G. zu Essen als Volontärin tätig. —

Vom Sommersemester 1925 bis zum Sommersemester 1928, insges. 6 Semester, studierte ich an der Universität Köln Wirtschaftswissenschaften. Am 21. Mai 1928 bestand ich die Diplomprüfung für das Handelslehramt.

Vom September 1928 bis zum März 1932 war ich an der städtischen Berufs- und Handelsschule zu Wattenscheid i. Westf. unterrichtlich tätig. —

Vom Sommersemester 1931 bis zum Wintersemester 1933/34, insges. 5 Semester, widmete ich mich dem Studium der Wirtschaftswissenschaften, insbesondere der Betriebswirtschafthlehre, an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster. Am 29. Juli 1933 fand die mündliche Doktorprüfung statt. —

Es ist mir eine Freude, Herrn Privatdozenten Dr. H. Linhardt an dieser Stelle meinen Dank abstatten zu dürfen. Seine Kollegs und Seminare gaben mir eine Fülle von Material für die vorliegende Arbeit, die auf seine Anregung hin und unter seiner Leitung entstanden ist.